

KENFO.

Wie ein Atomausstieg zum Kapitalmarkt-
Auftrag wurde.

Dr. Josef Obergantschnig

30. September 2026

Impressum

Titel	KENFO · Wie ein Atomausstieg zum Kapitalmarkt-Auftrag wurde.
Reihe	30 Investmentstrategien aus 30+ Jahren
Studie	Nr. 003 · KENFO
Erscheinungsdatum	30. September 2026
Version	1.0 · Publikationsfassung

Medieninhaber	Dr. Josef Obergantschnig
Herausgeber	Dr. Josef Obergantschnig
Anschrift	Statteggerstraße 206, 8046 Stattegg, Österreich
Kontakt	obergantschnig@obergantschnig.at · +43 664 220 56 42
UID	ATU66319566
Offenlegung	gemäß § 25 MedienG unter josefobergantschnig.at/impressum

KI-UNTERSTÜTZUNG

Dieses Whitepaper wurde mit KI-Unterstützung erstellt. Autor und KI haben gemeinsam Primärquellen beschafft, Kennzahlen abgeleitet, Grafiken erzeugt und an Struktur und Textfassung gearbeitet. Der Autor hat den gesamten Inhalt geprüft und freigegeben; alle Aussagen, Wertungen und Schlussfolgerungen verantwortet er persönlich. Die Kennzahlen wurden mit Sorgfalt aus den jeweils angegebenen Primärquellen erhoben und tragen Quelle, Periode und Bezugsgröße; eigene Ableitungen sind als solche gekennzeichnet.

HINWEIS

Dieses Dokument gibt die persönliche Analyse und Einschätzung des Autors wieder. Es dient der Information und Bildung. Es ist keine Anlageberatung und keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten und berücksichtigt keine individuelle Situation.

Die Studien analysieren Anlagestrategien auf Ebene der Anlageklassen. Werden einzelne Wertpapiere genannt, beschreiben sie die Bestände der untersuchten Institution und sind keine Empfehlung.

Der vollständige Risikohinweis folgt auf der nächsten Seite.

COPYRIGHT

© 2026 Dr. Josef Obergantschnig. Die vollständige, unveränderte Weitergabe dieses PDFs ist ausdrücklich erwünscht. Zitate mit Quellenangabe sind zulässig. Bearbeitungen, Auszüge in Werbe- oder Produktunterlagen und jede kommerzielle Nutzung bedürfen der schriftlichen Zustimmung des Autors.

Risikohinweis

ZWECK UND CHARAKTER DIESES DOKUMENTS

Die in diesem Whitepaper enthaltenen Informationen, Analysen und Schlussfolgerungen dienen ausschließlich allgemeinen Informations-, Bildungs- und Forschungszwecken. Sie stellen keine Anlageberatung, Vermögensverwaltung, Steuerberatung, Rechtsberatung oder individuelle Finanzberatung im Sinne der anwendbaren aufsichtsrechtlichen Vorschriften dar, insbesondere nicht im Sinne des WAG 2018. Sie sind weder Angebot noch Aufforderung zum Kauf, Verkauf oder Halten von Wertpapieren, Investmentfonds oder sonstigen Finanzinstrumenten.

WERTENTWICKLUNG UND VERLUSTRISIKO

Die in diesem Dokument dargestellten historischen Wertentwicklungen, Renditen und Kennzahlen sind keine verlässlichen Indikatoren für künftige Ergebnisse. Kapitalanlagen sind mit Risiken verbunden, die bis zum vollständigen Verlust des eingesetzten Kapitals führen können. Die in der Vergangenheit erzielten Renditen des KENFO oder vergleichbarer Investmentvehikel lassen sich nicht ohne weiteres auf andere Anlageformen, Zeiträume oder Anlegerprofile übertragen.

SPEZIFISCHE RISIKOFAKTOREN

Internationale Kapitalanlagen unterliegen einer Vielzahl von Risiken, die je nach Anlageklasse, Region und Strategie unterschiedlich stark wirken: Marktpreisrisiken (Volatilität von Aktien- und Anleihenkursen), Zinsänderungs- und Bonitätsrisiken (insbesondere bei festverzinslichen Wertpapieren), Wechselkursrisiken bei in Fremdwährungen denominierten Investments, Liquiditätsrisiken bei nicht börsennotierten Anlagen wie Immobilien oder Infrastruktur, Konzentrationsrisiken bei sektoraler oder geographischer Klumpenbildung sowie politische und regulatorische Risiken durch staatliche Eingriffe oder Gesetzesänderungen. Auch breit diversifizierte Portfolios sind gegen systemische Marktverwerfungen, Krisenereignisse oder strukturelle Inflationsphasen nicht immun.

DATENBASIS UND AKTUALITÄT

Die in diesem Whitepaper verwendeten Daten, Renditen, Kennzahlen und institutionellen Beschreibungen basieren auf öffentlich zugänglichen Quellen, insbesondere den neun KENFO-Geschäftsberichten 2017 bis 2025, den Corporate-Governance-Berichten 2017 bis 2025, den Nachhaltigkeitsberichten, dem Entsorgungsfondsgesetz, der KENFO-Satzung, der KENFO-Website sowie dem Bericht der Alterssicherungskommission der Bundesregierung vom 23. Juni 2026. Die Recherche erfolgte mit Stand September 2026. Trotz sorgfältiger Prüfung können Fehler nicht ausgeschlossen werden. Anlagestrategie, regulatorische Rahmenbedingungen, Marktbewertungen und institutionelle Strukturen können sich jederzeit ändern.

SUBJEKTIVITÄT DER BEWERTUNGEN

Alle Wertungen, Einordnungen, Scorecards und Schlussfolgerungen geben die persönliche fachliche Einschätzung des Autors wieder. Sie beruhen auf den in der Studie offengelegten Kriterien und auf dem Datenstand zum angegebenen Stichtag. Sie können von den Bewertungen anderer Marktteilnehmer:innen, Researchhäuser oder Aufsichtsbehörden abweichen. Die Studie beruht ausschließlich auf öffentlich frei zugänglichen Daten. Die untersuchte Institution hat sie weder beauftragt noch autorisiert.

STEUERLICHE UND RECHTLICHE HINWEISE

Steuerliche Auswirkungen von Kapitalanlagen sind hochgradig länder-, rechtsform- und situationsspezifisch und werden in diesem Dokument nicht behandelt. Etwaige steuerliche Verweise dienen ausschließlich der allgemeinen Einordnung und ersetzen nicht die qualifizierte Beratung durch einen Steuerberater oder eine Steuerberaterin. Gleiches gilt für rechtliche, aufsichtsrechtliche oder erbrechtliche Fragestellungen.

EMPFEHLUNG ZUR PROFESSIONELLEN BERATUNG

Leserinnen und Leser, die auf Basis der dargestellten Inhalte konkrete Anlage-, Vorsorge- oder Strukturierungsentscheidungen treffen möchten, werden ausdrücklich aufgefordert, vor jeder Entscheidung eine qualifizierte und auf ihre individuelle Situation, Risikobereitschaft, Anlageziele, Liquiditätsbedürfnisse und steuerliche Lage abgestimmte Beratung einzuholen. Eine pauschale Übertragung der hier beschriebenen institutionellen Modelle auf private Vermögensstrukturen kann ohne diese individuelle Anpassung zu strukturellen Fehlentscheidungen führen.

ZIELGRUPPE UND ANWENDUNGSBEREICH

Dieses Dokument richtet sich an informierte Anleger:innen, Unternehmer:innen, Stiftungsverantwortliche, Pensionskassenvertreter:innen und institutionelle Entscheidungsträger:innen im deutschsprachigen Raum, die ein vertieftes Verständnis institutioneller Investmentmodelle anstreben. Es richtet sich nicht an Personen in den Vereinigten Staaten von Amerika.

UNABHÄNGIGKEIT UND INTERESSEN

Der Autor schreibt in eigenem Namen. Hinter der Reihe steht keine Bank, kein Vermögensverwalter und kein Produktanbieter; die Studien werden von niemandem beauftragt. Der Autor ist als Unternehmensberater, Vortragender und Hochschullektor tätig und berät dabei auch institutionelle Anleger sowie Unternehmen der Finanz- und Versicherungsbranche. Er hält in den genannten Anlageklassen private Anlagen, überwiegend über breit gestreute Fonds, daneben einzelne Aktien.

HAFTUNG

Die Nutzung der Inhalte für eigene Entscheidungen erfolgt in eigener Verantwortung. Für leichte Fahrlässigkeit haftet der Autor nicht; die Haftung für Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit bleibt unberührt.

Inhalt

Executive Summary	8
1.1 · Positionierung	9
1.2 · Zahlen-Snapshot 2025	9
1.3 · Fünf Achsen, fünf Befunde	11
1.4 · Übertragbarkeit und Fazit	13
 Hintergrund und KENFO-Mandat	 15
2.1 · Vom Atomausstieg zum Errichtungsgesetz	16
2.2 · Der gesetzliche Zweck EntsorgFondsG	16
2.3 · Die Auszahlungslogik · Erstattung statt Spending Rule	17
2.4 · Das Kreditverbot als strukturelle Rahmenbedingung	18
2.5 · Die Nachhaftung des Bundes bei Deckungslücken	18
2.6 · Die Zahlungskette KENFO → BMUKN → BGE	19
2.7 · Was tatsächlich geflossen ist · 2017 bis 2025	20
2.8 · Übergang zum Aufbaupfad	21
 Systemarchitektur und Aufbaupfad	 23
3.1 · Warum die 9 % von 2017 die Rendite-Reihe erklären	24
3.2 · Die Investitionsrampe	24
3.3 · Buchwert und Marktwert · Konsequenzen für die Rendite-Interpretation	25
3.4 · Die Master-Fonds-Architektur bei HSBC INKA	26
3.5 · State Street als Verwahrstelle	27
3.6 · Multi-Manager-Struktur · 13 externe Manager per Ende 2018	27
3.7 · Personal-Aufbau · von 8 auf 53	27
3.8 · Übergang zum Portfolio-Bau	29

Investmentstrategie und Portfolio-Bau..... 30

4.1 · Von 0,3 % Illiquide 2020 auf 14,3 % 2025	31
4.2 · Die aggregierte Asset-Allocation 2018 bis 2025	31
4.3 · Die Illiquide-Sub-Struktur · Diversifikation innerhalb der Anlageklasse	33
4.4 · Die SAA-Zielquote 30 % Illiquide	34
4.5 · Zielrendite und langfristige Renditeerwartung	35
4.6 · Die SAA-Anpassung 2024 · Kern-Verschiebungen	36
4.7 · Die SAA-Zielquoten · publiziert, aber nicht im Berichtswerk.....	36
4.8 · Übergang zu Governance und ESG-Regelwerk	38

Governance und ESG-Regelwerk..... 40

5.1 · Governance-Kaskade als Steuerungsstruktur.....	41
5.2 · Kuratorium · politische Besetzung · 18 Mitglieder in der 21. Legislaturperiode	41
5.3 · Vorstand · drei Personen · Vergütungskorridor 1,26 bis 1,46 Mio. EUR	42
5.4 · Anlageausschuss · Investment Risk Committee · Prüfungsausschuss · Expertenkreis	42
5.5 · Governance-Organigramm.....	43
5.6 · ESG-Regelwerk · Ausschlüsse aus der Anlagerichtlinie.....	44
5.7 · Klimaziele · WACI-Reduktion und Zwischenziele.....	45
5.8 · Abschlussprüfer-Wechsel 2024	46
5.9 · Übergang zu Ergebnissen und Leistungsprofil.....	46

Ergebnisse und Leistungsprofil 47

6.1 · Die Rendite-Reihe · strukturelle Bezugsgrößen- und Klassifikationslücken	48
6.2 · Jahresrenditen 2019 bis 2025 im Aufbau-Kontext	48
6.3 · Zeitgewichtete und geldgewichtete Rendite-Perspektive.....	49
6.4 · Segment-Renditen 2023 bis 2025	50
6.5 · Stille Reserven und Buchwert-Markt-Diskrepanz.....	51
6.6 · Kumulierte Auszahlungen und aggregierter Wertumfang	52
6.7 · Kosten und die abgeleitete Kostenquote	52
6.8 · Deckungsgrad und Eigenmittelquote · zwei abgeleitete Kennzahlen	53
6.9 · Berichtstransparenz-Bilanz.....	54
6.10 · Was diese Studie nicht berechnet und warum	55
6.11 · Übergang zum Cluster-Vergleich.....	56

Cluster-Vergleich Norwegen und KENFO 57

7.1 · Cluster-Zugehörigkeit trotz struktureller Größen- und Zweck-Unterschiede	58
7.2 · Achse 1 · Mandat.....	58
7.3 · Achse 2 · Auszahlungsprofil	58
7.4 · Achse 3 · Zeithorizont	59
7.5 · Achse 4 · Governance-Bauart	59
7.6 · Achse 5 · ESG-Logik.....	60
7.7 · Achse 6 · Renditeprofil	60
7.8 · Konsequenzen für die Übertragbarkeitsanalyse in Kapitel 8.....	61
7.9 · Übergang zur Übertragbarkeitsanalyse	61

Übertragbarkeit und Fazit..... 62

8.1 · Übertragbarkeitsstruktur des KENFO-Modells	63
8.2 · Vier Zielgruppen der Übertragbarkeit	63
8.3 · Sieben Systemqualitäts-Dimensionen · KENFO-Bewertung	65
8.4 · Gesamtscore und Cluster-Einordnung	67
8.5 · Zielgruppen-spezifische Prinzipien-Listen	67
8.6 · Anschlussfrage · der KENFO als Träger der gesetzlichen Kapitalrente	68
8.7 · Fazit · KENFO als Governance-getriebener Kosten-Deckungsfonds	71

Executive Summary

Kernaussage: Der KENFO ist eine Stiftung öffentlichen Rechts, errichtet 2017 durch das Entsorgungsfondsgesetz. Er erstattet dem Bund die Kosten der Entsorgung radioaktiver Abfälle aus der gewerblichen Kernenergie-Nutzung. Die Betreiber zahlten dafür einmalig 24,148 Mrd. EUR ein, die der Fonds seither am Kapitalmarkt anlegt. Bis Ende 2025 hat er 5,201 Mrd. EUR erstattet, 21,5 % der Einzahlung, und wies zugleich Kapitalanlagen von 25,577 Mrd. EUR aus. Er erfüllt seinen gesetzlichen Zweck und liegt dabei über dem eingezahlten Betrag. Die Einschränkung dieser Studie betrifft das Berichtswerk: Der Fonds klassifiziert seine Renditen nicht nach brutto und netto, weist keine Kostenquote aus und veröffentlicht die Zielallokation nur auf seiner Website. Eine Beurteilung von außen setzt deshalb eigene Berechnungen voraus.

1.1 · Positionierung

Der **Fonds zur Finanzierung der kerntechnischen Entsorgung**, kurz **KENFO**, wurde am 16. Juni 2017 als Stiftung öffentlichen Rechts errichtet und am 3. Juli 2017 mit einer Einmalzahlung von 24,148 Mrd. EUR dotiert (§ 2 *EntsorgFondsG*). Den weit überwiegenden Teil trugen E.ON, RWE, EnBW und Vattenfall, den Rest die Stadtwerke München und Bielefeld als Miteigentümer zweier Kernkraftwerke. Mit dieser Zahlung ging die Verantwortung für Zwischen- und Endlagerung auf den Bund über, während Stilllegung und Rückbau der Anlagen bei den Betreibern blieben. Nach einer Rückerstattung im Dezember 2017 beträgt das Netto-Stiftungskapital 24,057 Mrd. EUR und steht seither unverändert in jeder Bilanz.

Drei gesetzliche Setzungen bestimmen das Anlageverhalten des Fonds. Erstens erstattet er dem Bund die tatsächlich angefallenen Entsorgungskosten auf Anforderung; eine Ausschüttungsformel gibt es nicht. Zweitens darf er weder Kredite aufnehmen noch Zuschüsse erhalten. Drittens haben die Betreiber ihre Nachschusspflicht mit der Einmalzahlung endgültig abgelöst. Daraus folgt eine Anforderung, die weder das Yale-Endowment noch der norwegische Government Pension Fund Global in dieser Form kennen: jederzeit auszahlungsfähig zu sein, ohne Zeitpunkt und Höhe der nächsten Anforderung zu kennen. Reicht das Vermögen eines Tages nicht aus, trägt der Bundeshaushalt die Differenz aus dem allgemeinen Steueraufkommen.

Diese Studie untersucht den KENFO in den ersten achteinhalb Jahren seit der Dotierung entlang von fünf Achsen: Systemarchitektur, Investmentstrategie, Governance, Ergebnisse und Cluster-Vergleich. Sie ordnet den Fonds im Cluster der staatlichen Zweck-Fonds ein, stellt ihn dem norwegischen Government Pension Fund Global gegenüber und prüft die Übertragbarkeit auf vier Zielgruppen.

Stichtag ist der 31. Dezember 2025. Belegt wird aus dem Berichtswerk des Fonds, also den neun Geschäftsberichten sowie den Corporate-Governance- und Nachhaltigkeitsberichten. Angaben von der KENFO-Website sind als solche gekennzeichnet, Presseberichte dienen nur als Kontrollhinweis. Wo eine Kennzahl fehlt und sich aus publizierten Größen ableiten lässt, wird sie abgeleitet und der Rechenweg im Text offengelegt.

1.2 · Zahlen-Snapshot 2025

Kennzahl	Wert per 31.12.2025
Netto-Stiftungskapital (<i>konstant seit 2017</i>)	24,057 Mrd. EUR
Marktwert Kapitalanlagen	25,577 Mrd. EUR
Kumulierte Auszahlungen 2017 bis 2025	5,201 Mrd. EUR
Deckungsgrad Vermögen zu Verpflichtung (<i>abgeleitet</i>)	166 %
Eigenmittelquote (<i>Untergrenze 100 %</i>)	290 %
Jahresrendite 2025	+6,2 %
Zeitgewichtete Rendite 2019 bis 2025 (<i>abgeleitet</i>)	5,90 % p.a.
Zielrendite (<i>nominal</i>)	3,97 %
Aktienquote inkl. REITs · Ist gegen Ziel	41,1 % gegen 31,5 %

Kennzahl	Wert per 31.12.2025
Illiquide-Investment-Quote · Ist gegen Ziel	14,3 % gegen 30 %
Kostenquote (abgeleitet, Untergrenze ohne Zielfonds-Ebene)	rund 26 bp
WACI-Reduktion gegen Basis 2019	–62 %
Beschäftigte (Head-Count inkl. Vorstand)	53

Datenlage: vollständig · neun geprüfte Geschäftsberichte 2017 bis 2025 samt Corporate-Governance- und Nachhaltigkeitsberichten. Drei Werte sind abgeleitet, weil der KENFO sie nicht ausweist: die Kostenquote (Herleitung in Kapitel 6.7), der Deckungsgrad (Kapitel 6.8) und die zeitgewichtete Rendite (Kapitel 6.3). Die Zielquoten stammen aus der KENFO-FAQ und nicht aus dem Geschäftsbericht; die FAQ trägt kein Stand-Datum, maßgeblich ist der Abruf vom 7. September 2026 (Kapitel 4.7). Die beiden Ist-gegen-Ziel-Zeilen sind der Anlageklassen-Darstellung des Geschäftsberichts entnommen und durchgängig auf die Kapitalanlagen von 25.577 Mio. EUR bezogen; der Geschäftsbericht selbst rechnet sie auf das Stiftungsvermögen von 25.600 Mio. EUR und kommt bei den Aktien deshalb auf 41,0 % statt 41,1 % (Kapitel 4.7). Quellen: KENFO Geschäftsbericht 2025.

Zur Einordnung: REITs sind börsennotierte Immobilien-Gesellschaften, ein Basispunkt entspricht 0,01 %, und der WACI misst die durchschnittliche CO₂-Intensität der Aktien und Unternehmensanleihen im Portfolio.

Das Bild zeigt einen durchinvestierten Fonds. Die Investitionsquote liegt bei 99,89 %, die illiquiden Anlagen sind von 0,3 % im Jahr 2020 auf 14,3 % gewachsen und damit auf rund die Hälfte der Zielquote. Die Aktienquote liegt mit 41,1 % um 9,6 Prozentpunkte über ihrem Zielwert, die Anleihen liegen mit 39,4 gegen 38,5 % nahezu darauf. Der Grund ist derselbe: Das für Private Equity und Infrastruktur vorgesehene Kapital ist zwischengeparkt, bis der Illiquide-Aufbau abgeschlossen ist, und es steht überwiegend in den Aktien. Die Jahresrendite 2025 von +6,2 % stammt aus dem Vorstandsbrief und gehört nicht zum testierten Zahlenteil des Jahresabschlusses.

Stand nach Redaktionsschluss · 30. Juni 2026

Die Studie hat den Stichtag 31. Dezember 2025. Für das erste Halbjahr 2026 liegt kein Halbjahresbericht vor, wohl aber eine Pressemitteilung des KENFO vom 15. Juli 2026. Danach beträgt die Wertentwicklung im ersten Halbjahr 2026 +7,9 %, was einem Wertzuwachs von rund 2,0 Mrd. EUR entspricht, und der seit Gründung erwirtschaftete Mehrwert nach Kosten bei rund 8,8 Mrd. EUR. Einen Marktwert zum 30. Juni 2026 nennt die Mitteilung nicht; das Anlagevermögen von rund 28 Mrd. EUR steht dort als Angabe „aktuell“ zum Erscheinungstag im Fondsprofil. Auf Basis der Wertentwicklung und der Auszahlungen des ersten Halbjahrs leitet diese Studie zum Stichtag rund 27,5 Mrd. EUR ab. Die kumulierten Auszahlungen beziffert die Mitteilung mit rund 5,3 Mrd. EUR, der Geschäftsbericht 2025 weist 5,201 Mrd. EUR aus; maßgeblich ist der Geschäftsbericht.

Bezieht man dieses Halbjahr in die Verkettung ein, steigt die zeitgewichtete Rendite von 5,90 % auf **6,57 % pro Jahr** über siebeneinhalb Jahre; kumuliert entspricht das einem Wertzuwachs von 61,1 % seit Anfang 2019. Dieser Wert stützt sich auf eine Pressemitteilung und nicht auf einen geprüften Abschluss.

Alle übrigen Kennzahlen dieser Studie beziehen sich unverändert auf den 31. Dezember 2025, weil der KENFO unterjährig weder Allokation noch Kosten noch Governance-Daten veröffentlicht.

1.3 · Fünf Achsen, fünf Befunde

Achse 1 · Systemarchitektur

Befund: KENFO ist ein Zweck-Fonds mit eigenständiger Bauart: die Auszahlung folgt keiner Formel, sondern der tatsächlichen Rechnungslegung des Bundes. Die publizierte Portfolio-Rendite misst erst ab 2021 ein weitgehend vollständig investiertes Vermögen.

KENFO zahlt an den Bund, was der Bund an tatsächlichen Entsorgungskosten anfordert (*Erstattungskonstruktion nach § 3 Abs. 1 EntsorgFondsG*). Ein Endowment wie Yale schüttet dagegen einen festen Prozentsatz seines Portfolios an die Universität aus (*Spending Rule mit Target Rate 5,25 %, 80/20-Smoothing-Formel über mehrere Jahre geglättet, Floor 4,0 % und Cap 6,5 %*), der norwegische Government Pension Fund einen Prozentsatz an den Staatshaushalt, orientiert an der realen Renditeerwartung (*Handlungsregel von rund 3 %*). KENFO folgt weder einer Spending Rule noch einer Handlungsregel und kennt keine planbare Ausschüttungsquote. Der Portfolio-Aufbau von rund 9 % Investitionsquote im Jahr 2017 auf 99,89 % im Jahr 2025 ist der zentrale Kontext für jede Rendite-Zeitreihe. In den frühen Jahren lag ein großer Teil des Kapitals bei der Bundesbank und unterlag dort den damals negativen Einlagen-Zinsen. Erst ab 2021 misst die Jahresrendite eine Portfolio-Rendite auf ein weitgehend voll investiertes Vermögen.

Achse 2 · Investmentstrategie

Befund: Kreditverbot und Erstattungskonstruktion begrenzen die Illiquide-Investment-Zielquote auf rund 30 %; das Kostenüberschreitungs-Risiko trägt der Bundeshaushalt direkt.

Drei gesetzliche Regeln fügen sich zu einer Rahmenbedingung zusammen: KENFO darf keine Kredite aufnehmen (*§ 8 Abs. 3 Satz 1 EntsorgFondsG*), der Bund darf nicht in den Fonds einzahlen (*§ 8 Abs. 3 Satz 2*), und die Betreiber haben ihre Nachschusspflicht mit der vollständigen Risikoaufschlag-Zahlung am 3. Juli 2017 endgültig abgelöst (*§ 7 Abs. 3 Satz 2*). Aus dieser Kombination folgt, dass KENFO seine Liquidität ausschließlich aus dem eigenen Portfolio aufbringen muss; einen externen Puffer für unerwartet hohe Auszahlungsanforderungen des Bundes gibt es nicht. Die Illiquide-Investment-Zielquote von rund 30 % ist die strategische Antwort: hoch genug, um über Private Equity, Infrastruktur und Private Debt eine sinnvolle Diversifikation zu erreichen, niedrig genug, um jederzeit ausreichend liquide Anlagen für die Erstattungszahlungen an den Bund bereitzuhalten. Die SAA-Zielquoten pro Anlageklasse werden in keinem Geschäftsbericht 2017 bis 2025 als Sollwerte-Tabelle publiziert; grobe Zielquoten nennt der KENFO nur in der FAQ auf seiner Website. Reicht das Fondsvermögen zur Deckung der Entsorgungskosten in Zukunft nicht mehr aus, trägt der Bundeshaushalt die zusätzlichen Kosten direkt aus dem allgemeinen Steueraufkommen.

Achse 3 · Governance

Befund: Der dreiköpfige Vorstand entscheidet innerhalb einer vierstufigen Entscheidungsstruktur mit politisch besetztem Kuratorium; ESG-Vorgaben wirken über eine feste Ausschlussliste in der Anlagerichtlinie, nicht als aktives Rendite-Instrument.

Die Entscheidungsstruktur läuft über vier Ebenen. Die Rechtsaufsicht führen drei Bundesministerien. Das Kuratorium mit 18 Mitgliedern aus Bundesministerien und Bundestagsfraktionen, paritätisch besetzt mit je neun Vertretern beider Seiten (*21. Legislaturperiode, seit 2018 grundsätzlich drei Sitzungen pro Jahr*), setzt die strategische Rahmenordnung. Der dreiköpfige Vorstand (*Chief Investment Officer, Chief Operating Officer, Chief Financial Officer in Personalunion mit Chief Risk Officer*) führt die Geschäfte und trifft die Anlage-Entscheidungen. Vier Fachgremien (*Anlageausschuss, Investment Risk Committee, Expertenkreis Nachhaltiges Investieren, Prüfungsausschuss*) beraten den Vorstand und ergänzen die Risikokontrolle. Die politische Besetzung des Kuratoriums geht deutlich über das hinaus, was ein typisches institutionelles Investment Office vergleichbarer Größe aufweist. In der Steuerungslogik hat Governance-Sicherheit Vorrang vor Rendite-Optimierung. ESG-Vorgaben wirken bei KENFO über eine feste Ausschlussliste in § 4 Abs. 3 der Anlagerichtlinie (*unter anderem Kernkraft-Betreiber, Kohle, Uranabbau, Fracking, Waffen, Tabak*). Zusammen mit der Mitgliedschaft in der Net-Zero Asset Owner Alliance (*NZAOA, Zusammenschluss institutioneller Anleger unter UN-Koordinierung mit dem Ziel Netto-Null-Emissionen im Portfolio bis 2050*) und den Principles for Responsible Investment (*PRI, UN-unterstütztes globales Investoren-Netzwerk für nachhaltige Anlagestrategien*) sowie einer aktiven WACI-Steuerung (*Weighted Average Carbon Intensity, gewichtete durchschnittliche Kohlenstoff-Intensität des Portfolios, gemessen in Tonnen CO₂-Äquivalent pro Million USD Umsatz der Portfolio-Unternehmen*) hat diese Systematik die Portfolio-Emissionsintensität um –62 % gegenüber der Basis 31. Dezember 2019 reduziert.

Achse 4 · Ergebnisse

Befund: Die zeitgewichtete Rendite 2019 bis 2025 liegt bei 5,90 % pro Jahr und übertrifft die Zielrendite von 3,97 % deutlich; geldgewichtet liegt sie durch den Cash-Drag der Aufbaujahre darunter. Drei Lücken in der KENFO-Berichterstattung begrenzen den direkten Rendite-Vergleich mit anderen institutionellen Anlegern.

Zwei Rendite-Perspektiven bilden das Ergebnisbild. Die **zeitgewichtete Rendite** liegt für die Berichtsjahre 2019 bis 2025 bei 5,90 % pro Jahr nominal und übertrifft die Zielrendite von 3,97 % um rund 1,93 Prozentpunkte. Die **geldgewichtete Rendite** liegt darunter, weil das Kapital in den Aufbaujahren 2017 und 2018 noch nicht vollständig investiert war und dort den damals negativen Bundesbank-Zinsen unterlag; eine belastbare Bezifferung setzt die vollständige Kapitalflussreihe voraus, die der KENFO nicht publiziert. Die von KENFO ausgewiesenen Jahresrenditen 2019 bis 2025 lauten +10,2 %, +8,3 %, +10,4 %, –12,2 %, +11,1 %, +9,4 % und +6,2 %.

Die drei Lücken im Einzelnen: KENFO klassifiziert die publizierten Renditen weder nach brutto und netto noch nach nominal und real, weist keine Kostenquote in Basispunkten aus (*die abgeleitete Ist-Quote beträgt rund 26 Basispunkte*) und publiziert die SAA-Zielquoten pro Anlageklasse nicht im Geschäftsbericht. Solange die erste Klassifikation fehlt, bleibt offen, ob eine ausgewiesene Rendite vor oder nach Kosten gemessen ist, und damit auch, gegen welche Größe eines anderen Fonds sie zu stellen wäre. Diese drei Lücken bilden den zentralen Beitrag dieser Studie zur KENFO-Berichts-Weiterentwicklung.

Achse 5 · Cluster-Vergleich

Befund: Der norwegische Government Pension Fund Global ist kein Maßstab, an dem sich der KENFO messen lassen muss, sondern ein Fonds anderer Bauart. Vergleichbar sind beide in der Portfoliostruktur, unterschiedlich in Auszahlungslogik und Berichtstiefe.

Beide Fonds gehören demselben Cluster an: staatliche Zweck-Fonds, aus einer Kapitalzuführung entstanden, unter politischer Aufsicht verwaltet, ohne Wettbewerb um Anleger. Damit enden die

Gemeinsamkeiten. Der GPFG ist rund siebzigmal so groß, schüttet nach einer festen Handlungsregel aus und ist als Perpetuität ohne Endpunkt angelegt; der KENFO erstattet auf Anforderung und existiert bis zum Abschluss der Endlagerung. Der eine steuert über aktives Ownership in mehreren tausend Hauptversammlungen, der andere über eine Ausschlussliste. Aus diesen Unterschieden folgt, dass sich das norwegische Modell nicht auf den deutschen Fonds übertragen lässt und ein direkter Portfolio-Vergleich wenig aussagt.

Was sich übertragen lässt, ist die Art der Berichterstattung. Der GPFG weist seine Kosten mit rund 4 Basispunkten aus, trennt nominale und reale Renditen und legt die Positionen quartalsweise offen. Der KENFO tut nichts davon, obwohl seine eigenen Zahlen dem standhalten würden: rund 26 Basispunkte sind für einen Multi-Manager-Fonds mit wachsendem Illiquide-Anteil ein guter Wert. Genau aus diesem Vergleich stammen die drei Berichtsempfehlungen dieser Studie.

1.4 · Übertragbarkeit und Fazit

Vier Zielgruppen können das KENFO-Modell in unterschiedlicher Tiefe übernehmen (*Bewertung von 0 bis 5 Punkten*):

- **Unternehmer:innen: 3/5**; Analogie-Rahmen für Zieldefinition, Governance-Trennung und Ausschlussystematik.
- **Privatpersonen: 2/5**; Zieldefinitionsdenkweise anwendbar; für die operative Umsetzung ist ein einfaches Sparplan-Modell die näher liegende Blaupause.
- **Institutionelle Anleger** (*inkl. Stiftungen, Family Offices, Pensions- und Vorsorgekassen, Zweck-Fonds, Wohlfahrtsfonds*): **4/5**; direkte Übernahme von Governance-Kaskade, Master-Fonds-Architektur und Ausschlussystematik.
- **System-Transfer Österreich: 3/5**; Präzedenzfall für gesetzlich fixierte Zweck-Fonds (*Klimaanpassungsfonds, Aktienrente-Kapitalstock im Diskurs*). Im August 2026 hat Bundeskanzler Christian Stocker einen Pensionsfonds aus den Gewinnen staatlicher Unternehmen ins Gespräch gebracht, rund 700 Mio. EUR jährlich (*Interviews vom 28. August 2026, über die APA verbreitet; ein Regierungsvorhaben liegt bislang nicht vor*). Der KENFO zeigt, wie ein solcher Fonds rechtlich verankert und gegen Zugriff gesichert würde.

Diese Studie ist Teil einer Publikationsreihe zu mehr als 30 institutionellen Fondsmodellen. Die vier Zielgruppen und die sieben Bewertungsdimensionen gelten ab dieser Studie als Standard der Reihe, sodass sich die Modelle ab hier in einer fortlaufenden Vergleichsmatrix gegenüberstellen lassen. Die beiden vorangegangenen Studien folgen noch einem anderen Dimensionen-Set (Kapitel 8.3).

Der Gesamtscore der Studie liegt bei **3,34 / 5** (*Systemqualität 25/35, Übertragbarkeit 12/20, Gewichtung 60:40*) und ordnet KENFO als governance-getriebenen Kosten-Deckungsfonds im Qualitätsband **Funktional** ein (*Bandbreiten: ab 4,50 Referenz-Standard, ab 4,00 Stark, ab 3,50 Solide, ab 3,00 Funktional, darunter strukturell schwach*). Getragen wird die Bewertung von Mandat und Resilienz, also von der Konstruktion. Zurück halten ihn die Berichtsebene und die noch junge Investment-Organisation.

Die Frage nach der Übertragbarkeit hat sich im Sommer 2026 umgedreht. Die Alterssicherungskommission in Deutschland empfiehlt seit dem 23. Juni 2026 eine obligatorische kapitalgedeckte Komponente in der gesetzlichen Rentenversicherung, zentral verwaltet nach schwedischem Vorbild. **Einen Träger legt sie nicht fest, aber sie nennt den KENFO.** Für die Kapitalanlage soll nach Empfehlung 28 „ein öffentlicher, international wettbewerbsfähiger Fonds (wie z. B. der Fonds zur Finanzierung der kerntechnischen

Entsorgung – KENFO) etabliert werden“. Als Kostenziel nennt die Kommission „maximal zehn Basispunkte des Kapitalstocks“, ausdrücklich als effektive Kosten von höchstens 0,1 % pro Jahr. Die für 2025 abgeleitete KENFO-Kostenquote liegt bei 25,9 Basispunkten. Der Vergleich ist nicht unmittelbar, weil ein Kapitalrenten-Vehikel überwiegend liquide und indexnah anlegen dürfte, während in der KENFO-Quote die Manager-Vergütungen eines wachsenden illiquide-Portfolios stecken. Die Debatte über den Träger eines Mandats dieser Größenordnung wird geführt, ohne dass der namentlich genannte Kandidat seine Kostenquote ausweist oder seine Renditeerwartung als nominal oder real klassifiziert. Das ist die praktische Folge der Berichtslücken, die diese Studie beschreibt (*Kapitel 8.6*).

KENFO ist nach achteinhalb Jahren ein funktionaler Zweck-Fonds eigener Bauart: 5,90 % Rendite pro Jahr seit 2019 gegen eine Zielrendite von 3,97 %, rund 26 Basispunkte Kosten trotz 14,3 % illiquider Anlagen, und ein Berichtswerk, dessen Präzision hinter beidem zurückbleibt.

QUELLEN

Alle Zahlen dieser Executive Summary sind in den Kapiteln 2 bis 8 belegt, jeweils mit Geschäftsbericht, Seite und Bezugsgröße. Abgeleitete Kennzahlen sind gekennzeichnet und im Fließtext des jeweiligen Kapitels hergeleitet. Die vollständige Studie erscheint als Whitepaper A-03 der Reihe „30 Investmentstrategien aus 30+ Jahren“. Drei Quellen außerhalb des testierten Berichtswerks sind gesondert gekennzeichnet: die KENFO-Website-FAQ (*abgerufen am 7. September 2026, ohne Stand-Datum*), die KENFO-Pressemitteilung vom 15. Juli 2026 und der Bericht der Alterssicherungskommission vom 23. Juni 2026.

Hintergrund und KENFO-Mandat

Kernaussage: Der gesetzliche Zweck nach § 2 EntsorgFondsG bindet KENFO an eine Erstattungs konstruktion: Der Fonds erstattet dem Bund die tatsächlichen Kosten der Entsorgung radioaktiver Abfälle aus der gewerblichen Kernenergie-Nutzung. Diese Erstattungslogik in Kombination mit dem Kreditverbot nach § 8 Abs. 3 Satz 1 EntsorgFondsG unterscheidet KENFO strukturell vom Yale-Endowment wie vom norwegischen Government Pension Fund Global und ordnet ihn als Zweck-Fonds eigener Bauart ein. Reicht das Fondsvermögen zur Deckung der Entsorgungskosten in Zukunft nicht mehr aus, trägt der Bundeshaushalt die zusätzlichen Kosten direkt aus dem allgemeinen Steueraufkommen (*abgeleitet aus § 7 Abs. 3 Satz 2, § 8 Abs. 3 Satz 2 und § 14 Abs. 1 EntsorgFondsG, siehe 2.5*).

2.1 · Vom Atomausstieg zum Errichtungsgesetz

Der Deutsche Bundestag beschloss am 30. Juni 2011 mit 513 zu 79 Stimmen den Ausstieg aus der Kernenergie-Nutzung. Der Beschluss erfolgte dreieinhalb Monate nach der Reaktorkatastrophe von Fukushima am 11. März 2011 und setzte das Ende der deutschen Kernenergie-Erzeugung auf Ende 2022 fest. Der Ausstiegsbeschluss setzte feste Abschalttermine und entzog die im Jahr zuvor zusätzlich zugeteilten Elektrizitätsmengen; die Rechtsgrundlage für Stilllegung und Abbau der Anlagen in § 7 Abs. 3 AtG blieb unverändert, und die Entsorgung der radioaktiven Abfälle regelte er nicht. Diese Aufgabe umfasst eine Zeit-Dimension von mehreren Jahrzehnten und blieb nach dem Bundestagsbeschluss offen.

Die vier deutschen Kernenergie-Betreiber E.ON, RWE, EnBW und Vattenfall hatten in ihren Bilanzen Rückstellungen für Rückbau und Endlagerung gebildet. Ob diese Rückstellungen für die gesamte Entsorgungsaufgabe ausreichen würden, blieb strittig. Die **Kommission zur Überprüfung der Finanzierung des Kernenergieausstiegs** (KFK; Regierungskommission unter Ole von Beust, Jürgen Trittin und Matthias Platzeck) legte im Januar 2016 einen Kompromissvorschlag vor: Die Betreiber tragen die Kosten für Stilllegung und Rückbau ihrer Anlagen selbst; für die dauerhafte Entsorgung der radioaktiven Abfälle leisten sie eine Einmalzahlung an einen neu zu errichtenden Bundesfonds; die Verantwortung für Zwischen- und Endlagerung geht auf den Bund über.

Aus dem KFK-Kompromiss entstand das **Entsorgungsfondsgesetz** (EntsorgFondsG) vom 27. Januar 2017. Der Fonds wurde am 16. Juni 2017 als Stiftung öffentlichen Rechts errichtet und am 3. Juli 2017 mit einer Einmalzahlung von 24,148 Mrd. EUR aus Grundbetrag und Risikoaufschlag dotiert. Nach einer Rückerstattung von 90,5 Mio. EUR im Dezember 2017 nach § 7 Abs. 2 Satz 3 EntsorgFondsG verbleibt ein Netto-Stiftungskapital von 24,057 Mrd. EUR, das seither unverändert im Anhang jedes Geschäftsberichts steht. KENFO hat seit 2017 weder Bundeszuschüsse erhalten noch Nachforderungen an die Betreiber gestellt.

2.2 · Der gesetzliche Zweck EntsorgFondsG

Der gesetzliche Zweck von KENFO ist in § 2 EntsorgFondsG in einem einzigen Satz festgelegt. Der Wortlaut lautet:

„die Finanzierung der Kosten für die sichere Entsorgung der entstandenen und zukünftig noch entstehenden radioaktiven Abfälle aus der gewerblichen Nutzung der Kernenergie zur Erzeugung von Elektrizität in Deutschland zu sichern. Hierzu erstattet der Fonds die dem Bund ab dem Übergang der Entsorgungsverpflichtung hierfür entstehenden Kosten.“

— § 2 EntsorgFondsG, wörtlich übernommen aus KENFO Geschäftsbericht 2017, S. 3.

Zwei Elemente dieses Satzes tragen die gesamte Konstruktion. Erstens der Zweck: sichere Entsorgung radioaktiver Abfälle aus der gewerblichen Kernenergie-Nutzung. Der Zweck ist technisch eng gefasst und umfasst weder Vorsorge- noch Generationenkapital- noch Rentenfinanzierungs-Funktionen. Zweitens der Auszahlungsmechanismus: Der Fonds erstattet dem Bund die Kosten, die dem Bund aus der Entsorgungsverpflichtung entstehen. Die Erstattungs konstruktion nach § 3 Abs. 1 EntsorgFondsG ist reaktiv

gebaut; der Bund entscheidet über Umfang, Zeitpunkt und Struktur der Entsorgungsprojekte und legt KENFO die entsprechenden Rechnungen vor.

Die Erstattungskonstruktion schließt jede diskretionäre Auszahlungslogik aus. Ein Endowment mit **Spending Rule** wie das Yale-Endowment leitet die jährliche Ausschüttung aus einer Formel ab, die einen festen Prozentsatz des Portfolio-Marktwerts an die Universität überträgt (*Yale-Target-Rate 5,25 %, 80/20-Smoothing-Formel mit Floor 4,0 % und Cap 6,5 %*). Der **Government Pension Fund Global (GPF)** in Norwegen orientiert seine jährliche Zahlung an den Staatshaushalt an einer **Handlungsregel** mit einem an der realen Renditeerwartung ausgerichteten Zielprozentsatz von rund 3 %. Bei KENFO trifft der Bund die Auszahlungsentscheidung, nicht der Fonds; der Fonds zahlt die vom Bund angeforderte Summe.

2.3 · Die Auszahlungslogik · Erstattung statt Spending Rule

Die Erstattungskonstruktion nach § 2 EntsorgFondsG unterscheidet KENFO strukturell vom Yale-Endowment wie vom norwegischen Government Pension Fund Global. KENFO folgt weder einer Spending Rule noch einer Handlungsregel; die jährliche Auszahlungshöhe folgt den tatsächlichen Bundesanforderungen und ist keine planbare Portfolio-Quote.

KENFO folgt einer Anforderungslogik. Die Kosten-Anforderung stellt das **Bundesministerium für Umwelt, Klima, Naturschutz und nukleare Sicherheit (BMUKN, vormals BMU und BMUV)**, bei Einzelposten auch das **Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle (BAFA)**. Die Anforderungshöhe folgt tatsächlichen Kosten der Entsorgungsprojekte: Standort-Auswahl nach **Standortauswahlgesetz (StandAG)**, Vorausleistungen nach der Endlager-Vorausleistungs-Verordnung, Zwischenlagerung, Konditionierung und Transport radioaktiver Abfälle. KENFO prüft die Anforderung auf gesetzliche Konformität und zahlt.

Einen Horizont nennt der Fonds trotzdem, nur nicht im Bericht. In seiner Website-FAQ schreibt der KENFO, die Vermögensstruktur solle die Finanzierung der geschätzten zukünftigen Entsorgungskosten „in den kommenden rund 80 Jahren“ abdecken (*Abruf 7. September 2026*). Diese Größenordnung steht in keinem der neun Geschäftsberichte. Sie ist bemerkenswert, weil sie die Aussage des Berichtswerks, der Fonds existiere bis zum Abschluss der Endlagerung, erstmals mit einer Zahl versieht. Ein Anlagehorizont von rund achtzig Jahren ist die eigentliche Begründung für ein Portfolio mit hoher Aktien- und wachsender Illiquide-Investment-Quote, und er ist zugleich das Argument dafür, dass die jährliche Erstattungsanforderung die Anlagestrategie nicht dominieren darf. **Dass diese Zahl nur auf der Website und nicht im testierten Bericht steht, ist ein Beispiel für das Muster, das Kapitel 6 als Berichtslücken beschreibt.**

Aus der Erstattungslogik folgen drei Konsequenzen. Erstens ist die Auszahlungshöhe nicht formelgesteuert planbar; sie folgt dem Baufortschritt der Entsorgungsprojekte und den politischen Entscheidungen über deren Zeit- und Umfangsstruktur. Zweitens existiert keine ausweisbare Ausschüttungsquote in Prozent des Fondsvermögens; die zutreffende Antwort auf die Ausschüttungsfrage lautet, dass der Fonds die vom Bund angeforderte Summe zahlt. Drittens ist die Auszahlung eine Kosten-Deckung und keine Rendite-Verteilung; der Fonds erstattet Rechnungen und schüttet keine Erträge aus.

Der Vorstand nennt für 2026 eine prognostizierte Auszahlung von 893 Mio. EUR (*GB 2025*). Die Prognose für 2025 lag bei 943 Mio. EUR bei tatsächlich geflossenen 823 Mio. EUR; die Prognose für 2024 lag bei 797 Mio. EUR bei tatsächlichen 811 Mio. EUR. Die Prognose-Abweichungen bestätigen die reaktive Rolle des Fonds: BMUKN plant die Entsorgungskosten aus dem operativen Projekt-Fortschritt heraus; KENFO reagiert auf die konkrete Kosten-Anforderung und führt keine eigene Auszahlungsplanung.

2.4 · Das Kreditverbot als strukturelle Rahmenbedingung

Zur Erstattungskonstruktion tritt das Kreditverbot nach § 8 Abs. 3 Satz 1 EntsorgFondsG. Die Regel schließt jede Fremdfinanzierung des Fonds aus und legt die Liquiditätsstruktur fest.

Ein Fonds mit Kreditbefugnis kann bei größeren Auszahlungsanforderungen Portfolio-Positionen als Sicherheit hinterlegen und die geforderte Liquidität aus Fremdmitteln bereitstellen, ohne Positionen zu ungünstigen Marktpreisen verkaufen zu müssen. Ein Fonds ohne Kreditbefugnis muss die Auszahlungen ausschließlich aus dem Portfolio heraus finanzieren. Bei geringen Auszahlungsvolumina ist diese Restriktion operativ unerheblich; bei größeren Auszahlungen in einer Marktphase mit gedrückten Kursen wird sie zu einer rendite-relevanten Steuerungsaufgabe.

Die Kombination aus Erstattung auf Anforderung und Kreditverbot definiert das Auszahlungsprofil des Fonds. KENFO muss jederzeit ausreichend liquide sein, ohne den Zeitpunkt der Liquiditätsanforderung planen zu können. Aus dieser Anforderung folgt die illiquide-Investment-Zielquote der **Strategischen Asset Allocation** (SAA, *langfristige Ziel-Gewichtung des Portfolios pro Anlageklasse*) von rund 30 %: hoch genug für eine sinnvolle Private-Markets-Diversifikation, niedrig genug für die jederzeit abrufbare Erstattungsliquidität.

2.5 · Die Nachhaftung des Bundes bei Deckungslücken

Die Rechtskaskade zur Kosten-Überschreitung ist im Entsorgungsfondsgesetz strukturiert und weist das Rest-Risiko eindeutig zu. § 7 Abs. 3 Satz 2 beendete die Nachschusspflicht der Betreiber endgültig mit der vollständigen Zahlung des Risikoaufschlags von 6.217 Mio. EUR am 3. Juli 2017. § 8 Abs. 3 Satz 1 verbietet dem Fonds jede Kreditaufnahme. § 8 Abs. 3 Satz 2 schließt Einzahlungen aus dem Bundeshaushalt in den Fonds aus. § 14 Abs. 1 regelt die Auflösung des Fonds bei Verbrauch seiner Mittel. Reicht das Fondsvermögen zur Deckung der Entsorgungskosten in Zukunft nicht mehr aus, endet damit die Deckungsrolle von KENFO, ohne dass die Entsorgungsverpflichtung erlischt.

Die Entsorgungsverpflichtung liegt seit dem Entsorgungsübergangsgesetz vom 27. Januar 2017 beim Bund. KENFO ist rechtlich das Deckungsvehikel dieser Verpflichtung, und zwar für ihre gesamte Dauer: Der Fonds ist nach § 14 Abs. 1 EntsorgFondsG erst bei Verbrauch seiner Mittel oder nach Erfüllung seines Zwecks aufzulösen, und seine Vermögensstruktur ist nach eigener Angabe auf rund 80 Jahre ausgelegt. Reichen die Mittel vorher nicht mehr aus, trägt der Bundeshaushalt die weiteren Entsorgungskosten direkt aus dem allgemeinen Steueraufkommen, und der Erstattungsweg über den Fonds endet.

Diese Konstruktion trägt die wirtschaftspolitische Kern-Entscheidung der KFK-Kommission 2016. Der Risikoaufschlag von 35,47 % auf den Nominal-Grundbetrag von 17,530 Mrd. EUR, also 6,217 Mrd. EUR (*Anhang 2 EntsorgFondsG*), stellt den Preis dar, den die Betreiber für die endgültige Ablösung jeder weiteren Nachhaftungspflicht gezahlt haben; der Bund hat mit der Annahme dieses Preises das Zeit- und Kostenrisiko der Endlagerung übernommen.

Aus der Nachhaftungskonstruktion folgt für die KENFO-Steuerung kein Spielraum, sondern das Gegenteil. Dass der Bundeshaushalt eine Deckungslücke auffangen müsste, ist der Fall, den es zu vermeiden gilt; das Ziel bleibt, sämtliche Entsorgungskosten aus dem Fonds selbst zu decken. Neben der Einmalzahlung von 2017 kommt damit der Rendite eine zentrale Bedeutung zu, und das ohne gesetzliche Vorgabe: Das Entsorgungsfondsgesetz nennt kein Ertragsziel. Die Zielrendite von 3,97 % per 31.12.2025 ist ein deckungsinterner Zinsfuß, den der Fonds seit dem 22. Juni 2020 selbst führt und jährlich neu bestimmt. Gegen eine Nachhaftungsauslösung wirken zwei Größen: der Marktwert der Kapitalanlagen von 25,577

Mrd. EUR und der Risikopuffer, den die Eigenmittelquote von 290 % per 31.12.2025 misst, bei einer Untergrenze von 100 %. Davon zu trennen ist die Leistungsbilanz des Fonds: Portfolio und kumulierte Auszahlungen ergeben zusammen 30,778 Mrd. EUR gegenüber einem Netto-Stiftungskapital von 24,057 Mrd. EUR, also **6,721 Mrd. EUR mehr, als der Fonds eingezahlt bekommen hat** (*eigene Ableitung*). Diese Differenz ist erwirtschaftet und teilweise bereits verwendet; sie steht als Reserve nicht mehr zur Verfügung.

2.6 · Die Zahlungskette KENFO → BMUKN → BGE

Die Zahlungskette des KENFO verläuft dreistufig: Der Fonds erstattet an das zuständige Bundesministerium; das Ministerium leitet die Mittel im Rahmen der bundeshaushaltsrechtlichen Zuständigkeiten an die **Bundesgesellschaft für Endlagerung (BGE)** weiter. Die BGE ist in keinem der neun Geschäftsberichte 2017 bis 2025 als direkter Zahlungsempfänger des Fonds genannt.

Der Fonds erstattet auf Anforderung an das jeweils zuständige Bundesministerium. Die Ressort-Zuständigkeit wechselte mit den Regierungsumbildungen: 2017 bis 2018 lag sie beim Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit (*BMU*); 2019 bis 2021 beim BMU mit Umbenennung zum BMUV nach Regierungswechsel; 2022 bis 2024 beim Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz, nukleare Sicherheit und Verbraucherschutz (*BMUV*); seit 2025 beim Bundesministerium für Umwelt, Klima, Naturschutz und nukleare Sicherheit (*BMUKN*). Daneben fließen kleinere Beträge an das Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle (*BAFA*). Die Ministerien und Behörden sind die eigentlichen Zahlungsempfänger des Fonds; sie leiten die Mittel operativ an die BGE als Trägerin der Standort-Auswahl und Endlagerung weiter.

Die dreistufige Zuständigkeitsordnung trennt die Zahlungsfunktion des Fonds von der operativen Trägerschaft der Endlagerung. KENFO ist zahlende Stelle nach § 3 Abs. 1 EntsorgFondsG und nicht operative Trägerin der Endlagerung. Die operative Verantwortung liegt bei der BGE, die Zuständigkeit für Umfang und Zeitpunkt der Projekte beim Bund.

Zahlungs-Kaskade KENFO zu BMUKN zu BGE

Erstattungs-Kaskade nach § 7 EntsorgFondsG · KENFO leistet nicht direkt an BGE



KENFO leistet in keinem Geschäftsbericht 2017 bis 2025 eine Direkt-Zahlung an BGE. Die Kaskade folgt der EntsorgFondsG-Erstattungslogik und ist strukturell, nicht wahlweise durchbrechbar.

Zahlungsempfänger: 2017/2018 BMU · 2019 bis 2021 BMU / BMUV · 2022 bis 2024 BMUV · 2025 BMUKN. BAFA fungiert durchgängig als Neben-Empfänger für Einzelposten. BGE wird in keinem Bericht als Zahlungsempfänger genannt.

Quelle: KENFO Geschäftsberichte 2017 bis 2025 · Kanon \$5b + \$7

Abbildung 1 Erstattungskaskade nach § 3 Entsorgungsfondsgesetz · drei Stationen in horizontaler Anordnung · KENFO als zahlende Stelle · BMUKN (vormals BMU, BMUV) als Zahlungsempfänger · BGE als operative Trägerin der Endlagerung. Kurz-Erklärungen der Kürzel: **BMU** (Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit, 2017 bis 2021) · **BMUV** (Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz, nukleare Sicherheit und Verbraucherschutz, 2022 bis 2024) · **BMUKN** (Bundesministerium für Umwelt, Klima, Naturschutz und nukleare Sicherheit, seit 2025) · **BGE** (Bundesgesellschaft für Endlagerung mbH) · **BAFA** (Bundesamt für Wirtschaft und Ausfuhrkontrolle, Neben-Empfänger für Einzelposten). Quellen: KENFO Geschäftsberichte 2017 bis 2025 · Entsorgungsfondsgesetz vom 27. Januar 2017.

2.7 · Was tatsächlich geflossen ist · 2017 bis 2025

Zwischen 2017 und 2025 hat KENFO kumulierte Auszahlungen von 5.201 Mio. EUR aufgewendet; als Cash-Abfluss waren es 5.233 Mio. EUR, die Differenz entsteht aus Rückstellungen. Die Jahresreihe zeigt den operativen Anstieg der Entsorgungszahlungen mit dem Hochfahren der Endlagerungs-Infrastruktur:

Geschäftsjahr	Auszahlung Cash Mio. EUR	Abgrenzung Mio. EUR	Aufwand GuV Mio. EUR	Kumuliert laut Bilanz Mio. EUR
2017	190,3 (inkl. Betreiber- Rückforderung 90,5)	–	190,3	190,3
2018	180,7	–	180,7	371,0
2019	361,9	–	361,9	732,9
2020	513,2	0,8	512,4	1.245,3
2021	1.056,9	13,9	1.043,0	2.288,3
2022	651,3	3,1	648,1	2.936,4
2023	644,2	7,5	636,8	3.573,2
2024	811,1	6,2	804,9	4.378,1
2025	823,2	–	823,2	5.201,3
Summe der Jahreswerte	5.232,8	31,5	5.201,3	5.201,3

Tabelle 1 Auszahlungen des KENFO in Mio. EUR · Geschäftsjahre 2017 bis 2025. Die Spalte Cash weist aus, was im jeweiligen Jahr tatsächlich geflossen ist; die Spalte GuV weist den Aufwand aus, den der Jahresabschluss bucht. Beide unterscheiden sich um Rückstellungsbildung und -auflösung, in Summe um 31,5 Mio. EUR über neun Jahre. Die kumulierte Spalte ist die Bilanzposition Stiftungsrechtliche Verwendungen und folgt der GuV-Reihe; sie summiert sich exakt auf die ausgewiesenen 5.201,3 Mio. EUR. Quellen: KENFO Geschäftsberichte 2017 bis 2025, je Jahr GuV-Position und Bilanzposition getrennt geprüft.

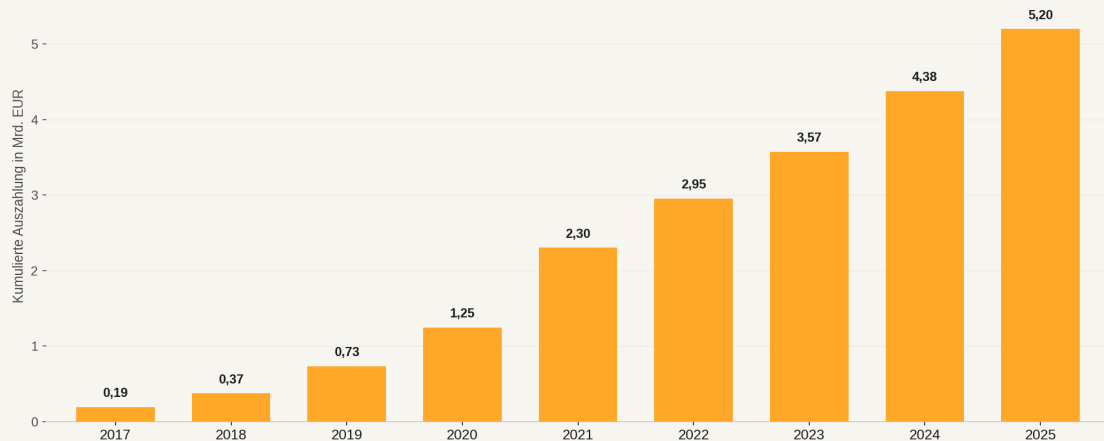
Die Zahlen-Reihe zeigt zwei Muster. Der Auszahlungsaufbau zwischen 2019 und 2021 folgt der operativen Hochfahr-Phase der ersten Endlager-Projekte. Ab 2022 stabilisiert sich das Auszahlungsniveau in einem Korridor zwischen 644 und 823 Mio. EUR pro Jahr. Die Auszahlungsprognosen des Fonds für 2024 bis 2026 bewegen sich in einer Bandbreite von 797 bis 943 Mio. EUR (*GB 2025*) und prognostizieren ein leicht höheres Auszahlungsniveau in den kommenden Jahren. Der Höchstwert 2021 mit 1.057 Mio. EUR geht auf eine bilanzielle Konzentration mehrerer Projektabschlüsse in einem Geschäftsjahr zurück und stellt keine strukturelle Verschiebung des Auszahlungsniveaus dar.

Die 5,201 Mrd. EUR kumulierte Auszahlungen entsprechen 21,6 % des ursprünglichen Netto-Stiftungskapitals von 24,057 Mrd. EUR. Der Marktwert der Kapitalanlagen liegt per 31.12.2025 bei 25,577

Mrd. EUR und übersteigt damit das ursprüngliche Netto-Stiftungskapital um 1,520 Mrd. EUR. Der Portfolio-Wertzuwachs hat die kumulierten Auszahlungen von 5,201 Mrd. EUR vollständig kompensiert und darüber hinaus 1,520 Mrd. EUR Kapital-Mehrung erwirtschaftet. Dieser Befund der ersten achteinhalb Jahre steht damit unabhängig von der detaillierten Renditeanalyse in Kapitel 6.

Kumulierte Auszahlungen 2017–2025

Kumulierter Cash-Abfluss aus KENFO an BMU / BMUV / BMUKN in Mrd. EUR



Werte kumuliert nach Geschäftsjahresende. Die Zahlung 2017 (190 Mio.) enthält die Rückforderung an die Betreiber (§ 7 Abs. 2 S. 3 EntsorgFondsG) in Höhe von 90,5 Mio. EUR. Netto-Stiftungskapital 24,057 Mrd. EUR seither konstant.

Quelle: KENFO Geschäftsberichte 2017 bis 2025 · Kanon §5b

Abbildung 2 Kumulierte Auszahlungen aus dem KENFO in Mrd. EUR · nach Geschäftsjahr geordnet · additive Fortschreibung von 190 Mio. (2017) auf 5.201 Mio. (2025). Zahlung 2017 enthält die Rückforderung an die Kernenergie-Betreiber gemäß § 7 Abs. 2 Satz 3 EntsorgFondsG in Höhe von 90,5 Mio. EUR. Quellen: KENFO Geschäftsberichte 2017 bis 2025 (Jahresausgaben BMU, BMUV, BMUKN).

2.8 · Übergang zum Aufbaupfad

Kapitel 3 rekonstruiert den Aufbaupfad des Fonds von rund 9 % Investitionsquote 2017 auf 99,89 % 2025 und die Skalierung des Personalbestands von 8 auf 53 Beschäftigte, die diesen Aufbau operativ getragen hat.

QUELLEN

- KENFO FAQ (*kenfo.de*, abgerufen am 7. September 2026, die Seite trägt kein Stand-Datum). Anlagehorizont von rund 80 Jahren für die Finanzierung der geschätzten Entsorgungskosten.
- KENFO Geschäftsbericht 2017. Kernenergie-Entsorgungsfonds, Berlin, Mai 2018. § 2 EntsorgFondsG-Zitat S. 3; Netto-Stiftungskapital S. 13, 15, 36.
- KENFO Geschäftsberichte 2018–2025. Kernenergie-Entsorgungsfonds, Berlin. Jährliche Anhänge zu Auszahlungen und Zahlungsempfängern.
- Entsorgungsfondsgesetz (*EntsorgFondsG*) vom 27. Januar 2017, Bundesgesetzblatt Teil I, S. 114.

- Standortauswahlgesetz (*StandAG*) und Endlagervorausleistungsverordnung, jeweils in der gültigen Fassung.
- Entsorgungsübergangsgesetz (*EntsorgÜG*) vom 27. Januar 2017, Artikel 2 des Gesetzes zur Neuordnung der Verantwortung in der kerntechnischen Entsorgung, Bundesgesetzblatt Teil I, S. 114. Übergang der Entsorgungsverpflichtung auf den Bund.
- Kommissionsbericht der Kommission zur Überprüfung der Finanzierung des Kernenergieausstiegs („*KFK-Bericht*“), Januar 2016.

Systemarchitektur und Aufbaupfad

Kernaussage: Der Aufbaupfad des KENFO verändert die Investitionsquote von rund 9 % per 31.12.2017 auf 99,89 % per 31.12.2025 und bildet den Kontext für jede Rendite-Zeitreihe des Fonds. In der Aufbauphase 2017 bis 2020 lag ein wesentlicher Teil der 24,148 Mrd. EUR als Bareinlage bei der Deutschen Bundesbank und unterlag den damals negativen Einlagen-Zinsen; ab 2021 misst die Jahresrendite eine Portfolio-Rendite auf ein weitgehend vollständig investiertes Vermögen. Die operative Umsetzung läuft über eine Master-Fonds-Architektur bei HSBC INKA in Düsseldorf mit State Street Bank International als Verwahrstelle und einer Multi-Manager-Struktur, die Ende 2018 aus 13 externen Managern in 15 bis 18 Segmenten bestand.

3.1 · Warum die 9 % von 2017 die Rendite-Reihe erklären

Am 3. Juli 2017 flossen 24,148 Mrd. EUR auf ein Konto der Deutschen Bundesbank. Zum Bilanzstichtag 31. Dezember 2017 waren rund 9 % dieser Summe in Wertpapieren angelegt; der Rest verblieb als Bareinlage bei der Bundesbank. Die Bareinlage unterlag den 2017 negativen Einlagen-Zinsen der Bundesbank: KENFO zahlte im Rumpfbjahr 2017 rund 38,9 Mio. EUR Negativzinsen und im vollen Berichtsjahr 2018 weitere 86,4 Mio. EUR. Diese Ausgangslage bildet den Rahmen für die frühe Rendite-Reihe des Fonds und macht einen direkten Vergleich mit einem ausgebauten Endowment in den Aufbaujahren 2017 bis 2020 strukturell unzulässig.

Die Rendite-Zahlen der Aufbaujahre 2019 und 2020 tragen den Bezugsrahmen des noch nicht voll investierten Portfolios und der Niedrigzinsphase in sich. Das Grußwort des Kuratoriumsvorsitzenden im Geschäftsbericht 2019 nennt eine Portfolio-Rendite von 10,2 % auf investiertes Vermögen und weist gleichzeitig eine zweite Rendite-Kennzahl von 3,3 % auf Gesamtvermögen inklusive Bundesbank-Cash mit Negativzinsen aus (*GB 2019 S. 1*). Beide Werte sind KENFO-Ausweisungen und beziehen sich auf unterschiedliche Bezugsgrößen: Der 10,2 %-Wert misst die Rendite auf das damals rund zur Hälfte investierte Wertpapier-Portfolio; der 3,3 %-Wert bezieht die noch überwiegende Bundesbank-Bareinlage mit ihren Negativzinsen in den Nenner ein.

Ab dem Berichtsjahr 2021 misst die Jahresrendite eine Portfolio-Rendite auf ein weitgehend vollständig investiertes Vermögen. Die ausgewiesenen Jahresrenditen lauten +10,4 % (2021), -12,2 % (2022 *Krisenjahr*), +11,1 % (2023 *Erholung*), +9,4 % (2024) und +6,2 % (2025). Die Zwei-Bezugsgrößen-Situation der Aufbaujahre 2017 bis 2020 wird in Kapitel 6 als eigenständiger Analysepunkt vertieft.

3.2 · Die Investitionsrampe

Die Investitionsquote (*Buchwert der Kapitalanlagen bezogen auf das Stiftungsvermögen inklusive Barmittel*) stieg zwischen 2017 und 2021 kontinuierlich und stabilisierte sich anschließend nahe der Voll-Investitionsschwelle. Die Zahlenreihe aus den Anhängen der Geschäftsberichte zeigt die Bilanzstichtage 2017 bis 2025:

Stichtag	Investitionsquote	Kontext
31.12.2017	rund 9 %	Rumpfbjahr · Wertpapier-Aufbau erst begonnen
31.12.2018	rund 18 %	vollständiges Aufbaujahr
31.12.2019	50,9 %	Sprung ins Halbinvestment
31.12.2020	73 %	Beschleunigung während der Pandemie-Volatilität
31.12.2021	97 %	erstes praktisch voll investiertes Jahr
31.12.2022	94,33 %	Marktwert-Rückgang senkt Quote
31.12.2023	97,84 %	Wiedererreichung
31.12.2024	99,68 %	durchinvestiert

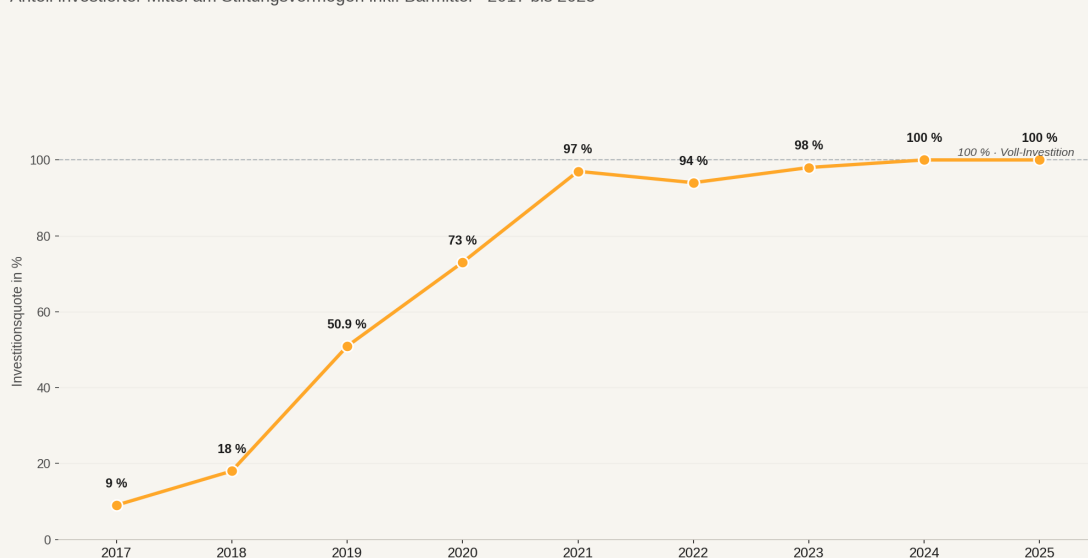
Stichtag	Investitionsquote	Kontext
31.12.2025	99,89 %	Zustand

Tabelle 2 Investitionsquote per Bilanzstichtag · Buchwert-Ansatz gemäß Geschäftsbericht · Zeitreihe 2017 bis 2025.
Quellen: KENFO Geschäftsberichte 2017 bis 2025.

Der Aufbau verlief nicht als einmaliger Schritt und folgte keinem starren Jahresplan. Drei Faktoren steuerten die Geschwindigkeit: die operative Kapazität (*die 2017 achtköpfige Organisation musste die Wertpapier-Käufe operativ erst einrichten*), die Marktzugänge über die Master-Fonds-Struktur (*die HSBC INKA musste die Sub-Fonds-Segmente erst aufsetzen*) und die taktische Zurückhaltung in ungünstigen Marktphasen. Der Sprung von rund 18 % auf 50,9 % im Berichtsjahr 2019 markiert den zentralen Aufbau-Moment: Bis Ende 2018 bestand KENFO bilanziell überwiegend aus einer Cash-Position bei der Bundesbank, ab dem Berichtsjahr 2019 wurde der Fonds zu einer aktiv gesteuerten Portfolio-Position.

Investitionsquoten-Rampe 2017–2025

Anteil investierter Mittel am Stiftungsvermögen inkl. Barmittel · 2017 bis 2025



Werte auf Basis Buchwert-Ansatz gemäß Geschäftsbericht. Werte 2024 und 2025 werden vom KENFO als „99,68 %“ bzw. „99,89 %“ berichtet, in dieser Grafik zu 100 % gerundet. Die frühen Jahre 2017 bis 2019 zeigen den strukturellen Cash-Drag durch Bundesbank-Verwahrung während der Aufbauphase.

Quelle: KENFO Geschäftsberichte 2017 bis 2025 · Kanon §1e

Abbildung 3 Investitionsquote per Bilanzstichtag als Anteil investierter Mittel am Stiftungsvermögen inkl. Barmittel · Zeitreihe 2017 bis 2025 · Buchwert-Ansatz gemäß Geschäftsbericht. Werte 2024 und 2025 werden vom KENFO als 99,68 % bzw. 99,89 % ausgewiesen; in dieser Grafik zur besseren Lesbarkeit auf 100 % gerundet. Quellen: KENFO Geschäftsberichte 2017 bis 2025.

3.3 · Buchwert und Marktwert · Konsequenzen für die Rendite-Interpretation

Neben der Investitionsquote bildet die Doppelstruktur aus Buchwert und Marktwert die zweite Interpretationsebene für die Rendite-Analyse in Kapitel 6. KENFO bilanziert nach **Handelsgesetzbuch** (*HGB, deutsches Standard-Rechnungslegungswerk*), das für Finanzanlagen den Buchwert-Ansatz nach dem gemilderten Niederstwertprinzip vorschreibt. Der Marktwert steht daneben im Anhang, ist aber nicht

bilanzwirksam. Die daraus entstehende Zeitreihe weicht in einzelnen Berichtsjahren deutlich vom Marktwert-Verlauf ab.

Stichtag	Buchwert Mio. EUR	Marktwert Mio. EUR	Stille Reserve Mio. EUR
31.12.2017	1.910	rund 1.901 direkt + 984 Master-Fonds	–9 (<i>Last</i>)
31.12.2018	4.332	4.225	–107
31.12.2019	11.819	12.485	+667
31.12.2020	16.573	18.202	+1.629
31.12.2021	21.393	24.848	+3.455
31.12.2022	20.459	20.510	+51
31.12.2023	20.950	23.029	+2.079
31.12.2024	20.950	24.814	+3.864
31.12.2025	20.849	25.577	+4.727

Tabelle 3 Buchwert · Marktwert · Stille Reserve der KENFO-Kapitalanlagen · Zeitreihe 2017 bis 2025 in Mio. EUR. Stille Reserve = Marktwert minus Buchwert. Quellen: KENFO Geschäftsberichte 2017 bis 2025.

Der Buchwert steht per 31.12.2024 auf demselben Niveau wie per 31.12.2023, obwohl das Portfolio 2024 ein deutliches positives Anlageergebnis erzielt hat. Der HGB-Buchwert bewegt sich nicht automatisch mit dem Marktwert; die stille Reserve wuchs zwischen 2023 und 2024 von rund 2,1 Mrd. EUR auf rund 3,9 Mrd. EUR, ohne dass der Buchwert stieg.

Für die Rendite-Interpretation ergeben sich zwei Konsequenzen. Erstens beziehen sich die Rendite-Zahlen im Vorstandsbrief auf das Anlageergebnis nach Marktpreisbewertung und damit auf den Marktwert-Effekt. Zweitens folgen die HGB-GuV-Zahlen, insbesondere das Stiftungsergebnis, dem Buchwert-Niveau und liegen systematisch unter der Marktwert-Rendite. Diese doppelte Rechnungslegungsebene entspricht dem HGB-Standard für Stiftungen und wird in Kapitel 6 als eigenständiger Analysepunkt vertieft.

3.4 · Die Master-Fonds-Architektur bei HSBC INKA

Die Kapitalanlage des KENFO läuft über eine Master-Fonds-Struktur bei der **HSBC INKA Investment-AG Kapitalanlagegesellschaft** in Düsseldorf. Der Master-Fonds war von Beginn an in Segmente unterteilt: 2018 umfasste er 15 Segmente, 2019 wurde die Segment-Zahl auf 18 erhöht (*GB 2018 S. 6; GB 2019 zur Segment-Anpassung*). Jedes Segment entspricht einer Asset-Klasse oder einem Sub-Portfolio und wird von einem oder mehreren externen Vermögensverwaltern gesteuert.

Die Master-Fonds-Konstruktion ist für Fonds dieser Größenordnung Standard und hat drei operative Konsequenzen. Erstens delegiert KENFO die Umsetzung der Anlage-Entscheidungen an spezialisierte Manager und behält die strategische Steuerung (*SAA, Segment-Zuschnitt, Manager-Selektion*) in der eigenen Organisation. Zweitens erlaubt die Master-Struktur eine schnelle Skalierung: Neue Segmente können ergänzt werden, ohne dass die KENFO-Kernorganisation selbst wachsen muss. Drittens entsteht eine zusätzliche Kostenschicht, weil sowohl HSBC INKA für die Sondervermögens-Verwaltung als auch die einzelnen Manager Vergütungen erhalten.

Die Sondervermögenskosten erscheinen nicht in der HGB-GuV der KENFO-Stiftung; sie werden im Master-Fonds direkt aus den Fondserträgen abgezogen und mindern das Anlageergebnis nach Marktpreisbewertung. Für das Berichtsjahr 2025 beliefen sie sich auf rund 50,6 Mio. EUR.

3.5 · State Street als Verwahrstelle

Die Depotbank für den Master-Fonds ist die **State Street Bank International GmbH**. Sie trennt regulatorisch die administrative Verwahrung der Wertpapiere von der Kapitalanlagegesellschaft, prüft die Ordnungsmäßigkeit jedes Wertpapiergeschäfts und führt die Wert-Ermittlung durch. Das Master-Fonds-Vermögen bleibt damit im Insolvenzfall der HSBC INKA vom Eigenvermögen der **Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG)** getrennt. Diese Sondervermögens-Konstruktion trägt zur Resilienz-Aussage in Kapitel 5 bei.

3.6 · Multi-Manager-Struktur · 13 externe Manager per Ende 2018

Innerhalb der 15 bis 18 Master-Fonds-Segmente arbeitet KENFO mit einer Multi-Manager-Struktur ohne internen Portfolio-Manager. Ende 2018 waren 13 externe Vermögensverwalter für insgesamt 14 Mandate zuständig. Eine aktualisierte Manager-Zahl für die späteren Berichtsjahre weist der KENFO nicht aus; die Manager-Namen sind in den Geschäftsberichten ebenfalls nicht durchgängig publiziert. Die Multi-Manager-Systematik ordnet jeder Asset-Klasse und Region einen spezialisierten Anbieter zu; ein Gesamt-Portfolio-Mandat an eine einzige Firma existiert nicht.

Diese Struktur erfordert einen erheblichen Selektions- und Steuerungsaufwand, den die KENFO-Zentrale operativ verantwortet. Die Manager werden ausgewählt, die Dienstleistung verhandelt, das Ergebnis überwacht und regelmäßig auf ihre Performance geprüft. Der Investment-Prozessbereich beim KENFO-Vorstand nimmt diese Steuerungsfunktion wahr, unterstützt durch das **Investment Risk Committee (IRC)** und den Anlageausschuss. Der Aufbau des Illiquide-Portfolios erweitert die Multi-Manager-Struktur weiter, weil Private Equity, Infrastruktur und Private Debt jeweils eigene Manager-Universen mit teilweise mehreren aktiven Commitments pro Segment erfordern.

3.7 · Personal-Aufbau · von 8 auf 53

Der Aufbau der operativen KENFO-Organisation bildet die dritte Skalierungsdimension der Systemarchitektur. Die Personal-Zeitreihe zeigt einen kontinuierlichen, in mehreren Stufen fortgeschriebenen Ausbau:

Stichtag	Beschäftigte Head-Count (inkl. Vorstand)
31.12.2017	8 (3 Vorstände + 5 Beschäftigte)
31.12.2018	16
31.12.2019	23
31.12.2020	28
31.12.2021	34
31.12.2022	44

Stichtag	Beschäftigte Head-Count (inkl. Vorstand)
31.12.2023	46
31.12.2024	51
31.12.2025	53

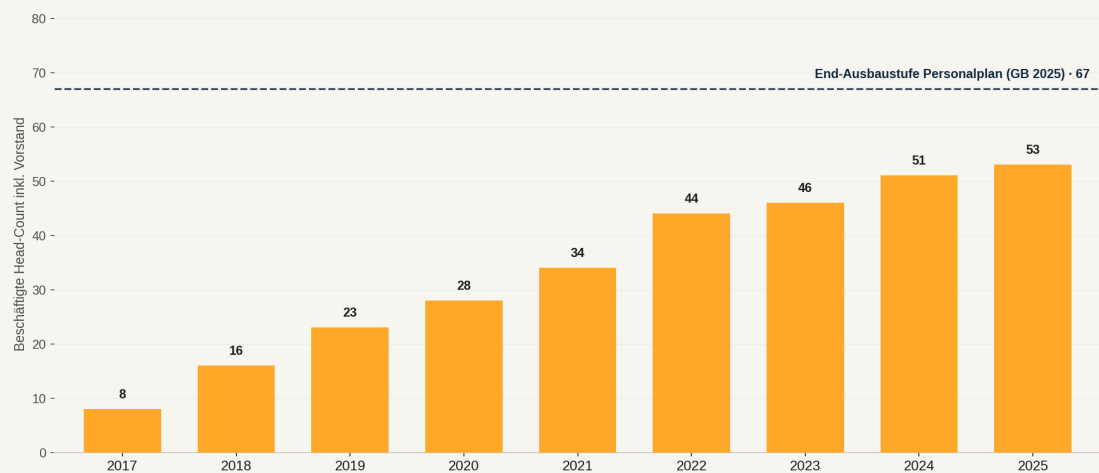
Tabelle 4 Beschäftigte Head-Count des KENFO inkl. Vorstand · Zeitreihe 2017 bis 2025. Quellen: KENFO Geschäftsberichte 2017 bis 2025.

Der Personalplan wurde in vier Stufen fortgeschrieben. Die erste Fassung von 2018 sah 28 Stellen einschließlich Vorstand als Endstand vor. Die zweite Fassung von 2019/2020 hob die Zielgröße auf 40 Vollzeitkräfte plus 3 Vorstände. Die dritte Fassung von 2021 legte 58 Vollzeitkräfte plus 3 Vorstände als Ziel fest. Für die aktuelle End-Ausbaustufe nennen die Geschäftsberichte 2024 und 2025 einen Bestand von 66 bzw. 67 Stellen einschließlich Vorstand. Zwischen einzelnen Formulierungen bestehen textuelle Zahl-Abweichungen (*GB 2023 nennt den Endstand einmal mit 62, einmal mit „59 plus 3 Vorstand“; GB 2025 einmal mit 67 Stellen inkl. Vorstand, einmal mit „64 plus 3 Vorstand“ · jeweils bei identischem rechnerischen Endstand*); diese Abweichungen sind dokumentiert und in Kapitel 6.9 als Beispiel für Widersprüche innerhalb einzelner Berichte aufgegriffen.

Mit 53 Beschäftigten verwaltet KENFO ein Portfolio-Vermögen von 25,577 Mrd. EUR. Diese Personal-Basis ist im Vergleich zu klassischen institutionellen Investment-Offices schlank dimensioniert; die Master-Fonds-Architektur trägt sie. Die KENFO-Zentrale übernimmt die strategische Steuerung und die Manager-Selektion, während das tägliche Portfolio-Management, die Sondervermögens-Buchhaltung, das Fondsreporting und das segment-bezogene Risikocontrolling bei HSBC INKA, State Street und den externen Managern liegen. Dieses institutionelle Sourcing-Modell entkoppelt die interne Personal-Größe von der operativen Verwaltungskomplexität und erlaubt KENFO die Rolle eines vollwertigen institutionellen Anlegers ohne Aufbau einer 200-Personen-Investment-Organisation.

Personal-Aufbau und End-Ausbau 2017 bis 2025 sowie Zielstand

Head-Count-Aufbau 2017 bis 2025 gegen End-Ausbaustufe des Personalplans



Head-Count inkl. dreiköpfigem Vorstand. Der Personalplan wurde in vier Stufen fortgeschrieben (2018: 28 · 2019: 40 + 3 · 2021: 58 + 3 · 2025: 67 inkl. Vorstand). Die aktuelle Ist-Besetzung liegt 14 Stellen unter dem End-Ausbau.

Quelle: KENFO Geschäftsberichte 2017 bis 2025 · Kanon §9a-b

Abbildung 4 Beschäftigte Head-Count inkl. Vorstand · Zeitreihe 2017 bis 2025 · mit horizontaler Zielmarke der End-Ausbaustufe nach Personalplan 2025 (67 Stellen inkl. Vorstand). Der Personalplan wurde in vier Stufen fortgeschrieben: Personalplan 1.0 (2018, 28 Stellen) · Personalplan 2.0 (2019, 40 + 3 Vorstand) · Personalplan 3.0 (2021, 58 + 3 Vorstand) · End-Ausbau (2025, 67 inkl. Vorstand). Quellen: KENFO Geschäftsberichte 2017 bis 2025.

3.8 · Übergang zum Portfolio-Bau

Kapitel 4 rekonstruiert den Portfolio-Aufbau aus den in Kapitel 3 beschriebenen operativen Rahmenbedingungen: die Entwicklung der Asset-Allocation über die Zeitreihe 2018 bis 2025, die Illiquide-Investment-Quoten-Aufsattelung von 0,3 % im Jahr 2020 auf 14,3 % im Jahr 2025 und die strategische Rolle der Private-Markets-Positionierung.

QUELLEN

- KENFO Geschäftsbericht 2017. Kernenergie-Entsorgungsfonds, Berlin, Mai 2018. Investitionsquote (S. 19), Buch- und Marktwert (S. 28, 31, 32), Master-Fonds und Verwahrstelle (S. 5 f.), Personal (S. 9).
- KENFO Geschäftsberichte 2018–2025. Kernenergie-Entsorgungsfonds, Berlin. Jährliche Anhänge zu Kapitalanlagen, Investitionsquote, Personal und Verwaltungsstruktur.
- KENFO Geschäftsbericht 2018. Multi-Manager-Struktur mit 13 Managern und 14 Mandaten (S. 14).

Investment- strategie und Portfolio-Bau

Kernaussage: Die strategische Veränderung im KENFO-Portfolio ist die Aufstockung der illiquiden Anlagen von 0,3 % im Jahr 2020 auf 14,3 % im Jahr 2025 bei einer SAA-Zielquote von rund 30 % (29 % ab 2028). Vorgelagert steht der Abbau der **Neutralen Anlage** (*der risikoarm bei der Bundesbank gehaltene Teil des Vermögens für die in den nächsten Jahren fälligen Entsorgungskosten*), die per 31.12.2018 noch gut ein Drittel des investierten Portfolios ausmachte und bis 2020 praktisch vollständig aufgelöst wurde. Die Aktienquote inkl. REITs erreicht 2021 mit 51,2 % ihren Höchststand und sinkt seither auf 41,1 %, die Anleihenquote (*Summe Unternehmens- und Staatsanleihen*) von 50,6 % im Jahr 2020 auf 42,1 % im Jahr 2025. Diese Anleihenquote folgt der Segment-Darstellung des Geschäftsberichts; die Anlageklassen-Darstellung des Risikoberichts ordnet die Schwellenländeranleihen anders zu und kommt für denselben Stichtag auf 39,4 % (*Tabelle 8*). Beide liquiden Blöcke geben zugunsten der illiquiden Anlagen ab. Die Master-Fonds-Architektur bei HSBC INKA ermöglicht den Illiquide-Aufbau operativ und erlaubt eine schrittweise Diversifikation innerhalb der Klasse.

4.1 · Von 0,3 % Illiquide 2020 auf 14,3 % 2025

Am 31. Dezember 2020 hielt KENFO 0,3 % seines Portfolios in illiquiden Anlagen. Der Rest verteilte sich auf Aktien inkl. **Real Estate Investment Trusts** (REITs, börsennotierte Immobilien-Gesellschaften) mit 48,7 %, Unternehmensanleihen mit 31,8 %, Staatsanleihen mit 18,8 % und Kasse mit 0,5 %. Am 31. Dezember 2025 lag die Illiquide-Investment-Quote bei 14,3 %; die SAA-Zielquote steht seit dem Geschäftsbericht 2021 bei rund 30 %, der Geschäftsbericht 2025 nennt zusätzlich einen konkreten Zwischenschritt von 29 % ab 2028 (GB 2025 S. 20).

Aus dieser Aufbau-Bewegung ergeben sich drei strategische Kern-Fragen: das Aufbau-Tempo bis zur Erreichung der 30 %-Zielquote, die Wirkung des Illiquide-Anteils auf die langfristige Renditeerwartung und die Vereinbarkeit des Illiquide-Aufbaus mit dem Auszahlungsanforderungs-Profil aus Kapitel 2. Die folgenden Sektionen strukturieren die Antworten entlang dieser drei Fragen.

4.2 · Die aggregierte Asset-Allocation 2018 bis 2025

Die zeitliche Entwicklung der Marktwert-Anteile zeigt eine geordnete Umschichtung:

Stichtag	Aktien inkl. REITs (Aktien + REITs)	Unternehmens- anleihen	Staatsanleihen	Illiquide Anlagen	Neutrale Anlage · Kasse · Sonstiges
31.12.2018	19,4 % (ohne REITs)	22,6 %	22,4 %	0 %	35,5 %
31.12.2019	26,0 % (19,0 + 7,0)	34,0 %	27,0 %	1,0 % (inkl. Zusagen)	12,0 %
31.12.2020	48,7 % (39,9 + 8,8)	31,8 %	18,8 %	0,3 %	0,5 %
31.12.2021	51,2 % (44,3 + 6,9)	29,9 %	16,1 %	2,8 %	–
31.12.2022	46,8 % (41,2 + 5,6)	31,0 %	15,7 %	6,5 %	–
31.12.2023	47,0 % (38,7 + 8,3)	27,8 %	14,8 %	8,8 %	1,6 %
31.12.2024	42,4 % (36,2 + 6,2)	28,0 %	15,7 %	12,6 %	1,2 %
31.12.2025	41,1 % (35,1 + 6,0)	26,4 %	15,7 %	14,3 %	2,5 %

Tabelle 5 Marktwert-Anteile der Kapitalanlagen in Prozent · aggregierte Anlageklassen · Zeitreihe 2018 bis 2025. Die aggregierte Aktienquote bündelt Aktien Industrieländer · Aktien Schwellenländer und REITs; die Klammerwerte nennen die beiden Bestandteile in der Reihenfolge Aktien und REITs, wie der Geschäftsbericht sie in der Kapitalanlagen-Übersicht getrennt ausweist. REITs kommen erst ab Januar 2019 ins Portfolio. Die zusammengefasste Größe entspricht der Anlageklasse „Aktien & REITs“, die der Geschäftsbericht in seiner zweiten, anders geschnittenen Anlageklassen-Darstellung selbst führt; die dort ausgewiesenen Anteile liegen um rund 0,1 Prozentpunkte niedriger, weil sie auf das Stiftungsvermögen einschließlich Barmittel bezogen sind statt auf die Kapitalanlagen. Drei Lese-Hinweise zu den

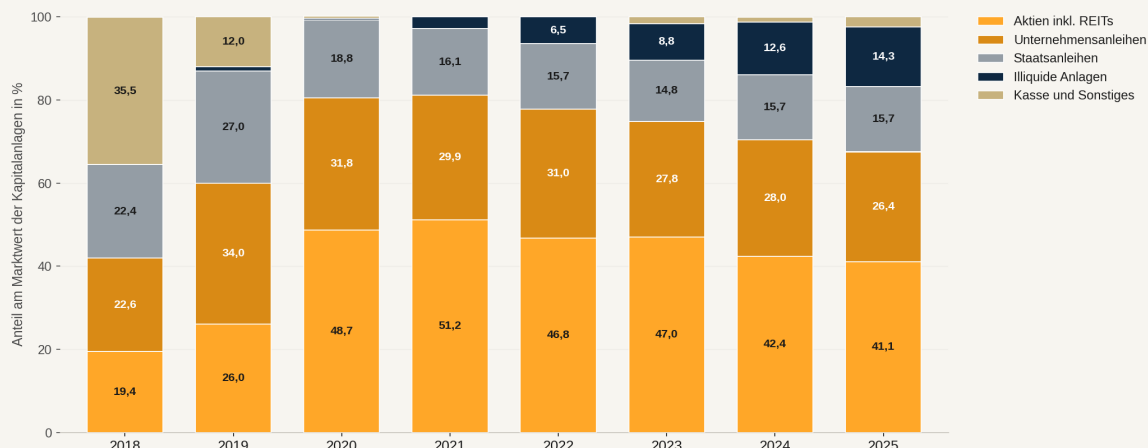
Aufbaujahren: Die **Neutrale Anlage** (*hochklassige festverzinsliche Anleihen und Bundesbank-Barmittel*) ist 2018 und 2019 eine eigene Anlageklasse und wurde 2020 vollständig veräußert. Der Illiquide-Wert 2019 von 1,0 % umfasst die Kapitalzusagen von rund 171 Mio. EUR; tatsächlich investiert waren zum Stichtag 7,3 Mio. EUR, also rund 0,06 %. Die Zeile 2019 beruht als einzige auf Bilanzwerten (*Basis 11.819 Mio. EUR*), weil der Geschäftsbericht 2019 die Allokation nur auf dieser Grundlage ausweist; die stille Reserve betrug zum Stichtag 666 Mio. EUR und berührt die Anteile nur geringfügig. Alle übrigen Jahre beziehen sich auf Marktwerte. Quellen: KENFO Geschäftsberichte 2018 bis 2025.

Die Tabelle zeigt drei Bewegungen. Erstens der Abbau der Neutralen Anlage. Der KENFO bezeichnet damit den risikoarm angelegten Teil des Vermögens, den er bei der Deutschen Bundesbank hielt, um die in den nächsten Jahren fälligen Entsorgungskosten jederzeit bedienen zu können; sie bestand aus hochklassigen festverzinslichen Anleihen und Barmitteln und war keine Rendite-Position, sondern eine Liquiditätsreserve mit Fälligkeitsbezug (*GB 2018, S. 25*). Sie trägt per 31.12.2018 noch 35,5 % des investierten Portfolios und fällt 2019 auf 12 %. Im Jahr 2020 wurde sie vollständig veräußert, mit einem Verkaufserlös von 1.507 Mio. EUR und einem Kursgewinn von 54 Mio. EUR (*GB 2020*). Sie war das Übergangsvehikel der Aufbauphase und war als einzige Position nicht in die Zielfinfrastruktur bei HSBC INKA eingebettet; mit ihrer Veräußerung waren sämtliche Vermögensbestandteile in einer einheitlichen Investmentinfrastruktur zusammengeführt. Zweitens der Aktien-Aufbau in zwei Sprüngen: von 19,4 % (2018) über 26,0 % (2019) auf 48,7 % (2020) und weiter auf den Höchststand von 51,2 % im Jahr 2021. Seither sinkt die Quote kontinuierlich auf 41,1 %. Drittens die Aufstockung des Segments Illiquide Investments ab 2020 von 0,3 % auf 14,3 %.

Die Anleihenquote (*Summe Unternehmens- und Staatsanleihen*) bewegt sich ab 2020 von 50,6 % auf 42,1 % im Jahr 2025. Aktien und Anleihen geben damit seit 2021 beide ab, und zwar zugunsten derselben Gegenposition: der illiquiden Anlagen. Das strategische Aufbau-Momentum liegt im Illiquide-Segment.

Asset-Allocation-Waterfall 2018 bis 2025

Marktwert-Anteile 2018 bis 2025 · aggregierte Anlageklassen



Aktien-Anteil enthält REITs, erstmals ab Januar 2019. Die Kategorie Kasse und Sonstiges enthält 2018 und 2019 die Neutrale Anlage, die 2020 vollständig veräußert wurde. Die Werte 2019 beruhen als einzige auf Bilanzwerten, alle übrigen Jahre auf Marktwerten. Illiquide-Anteil steigt von 0 % (2018) auf 14,3 % (2025) in Richtung SAA-Zielquote von rund 30 %.

Quelle: KENFO Geschäftsberichte 2018 bis 2025 · Kanon §4a

Abbildung 5 Marktwert-Anteile der Kapitalanlagen in Prozent · fünf aggregierte Anlageklassen im gestapelten Balkenchart · Zeitreihe 2018 bis 2025. Kurz-Erklärungen der Kategorien: **Aktien inkl. REITs** (*bündelt gelistete Aktien Industrieländer, Schwellenländer und Real Estate Investment Trusts*) · **Unternehmensanleihen** (*Corporate Bonds im Anleiheportfolio*) · **Staatsanleihen** (*Sovereign Bonds, vorwiegend DM-Emittenten*) · **Illiquide Anlagen** (*Private Equity, Infrastruktur, Private Debt, Immobilien, Cash-Anteil des Illiquide-Segments*) · **Kasse und Sonstiges** (*Liquidität und übrige Bilanzposten des Kapitalanlagenportfolios*). Werte auf 0,1 Prozentpunkte gerundet · Summen können durch Rundung von 100 % abweichen. Quellen: KENFO Geschäftsberichte 2018 bis 2025.

4.3 · Die Illiquide-Sub-Struktur · Diversifikation innerhalb der Anlageklasse

Innerhalb des Illiquide-Segments hat sich die Zusammensetzung ebenfalls verschoben:

Stichtag	Private Equity	Infrastruktur	Private Debt	Immobilien	Cash	Anteil am Gesamt-Portfolio
31.12.2020	99,89 %	0,11 %	–	–	–	0,3 %
31.12.2021	54,06 %	37,64 %	8,30 %	–	–	2,8 %
31.12.2022	47,5 %	38,0 %	14,4 %	–	–	6,5 %
31.12.2023	42,04 %	39,18 %	14,54 %	0,58 %	3,66 %	8,8 %
31.12.2024	36,91 %	40,47 %	14,63 %	3,02 %	4,97 %	12,6 %
31.12.2025	34,4 %	41,6 %	14,1 %	5,4 %	4,5 %	14,3 %

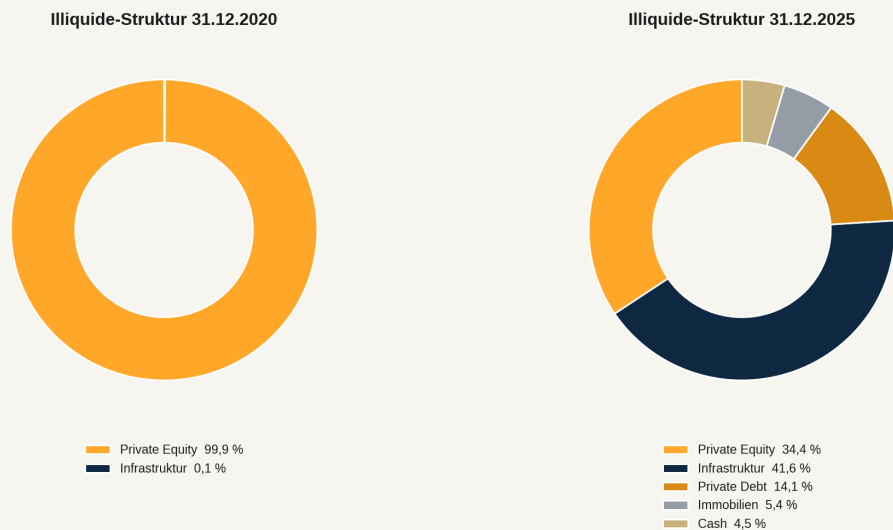
Tabelle 6 Interne Diversifikation der illiquiden Anlagen · Marktwert-Anteile pro Sub-Anlageklasse als Prozent des Illiquide-Segments · Zeitreihe 2020 bis 2025. Die letzte Spalte verlässt diese Bezugsgröße und nennt den Anteil des gesamten Illiquide-Segments am Portfolio (*Bezugsgröße Kapitalanlagen*), damit die interne Verschiebung und das Gewicht der Klasse nebeneinander lesbar sind. Quellen: KENFO Geschäftsberichte 2020 bis 2025.

Zum Stichtag 31.12.2020 bestand das Illiquide-Portfolio im Wesentlichen aus Private Equity mit einer Rest-Position in Infrastruktur. 2021 kam Private Debt als eigene Sub-Position hinzu. Ab dem Berichtsjahr 2022 zeigen die Zahlen den Aufbau eines diversifizierten Sub-Portfolios: Private Equity sinkt von rund 50 % auf rund 34 %, Infrastruktur wächst zur größten Position auf 41,6 %, Private Debt stabilisiert sich bei rund 14 %, Immobilien kommen ab 2023 hinzu und wachsen bis 2025 auf 5,4 %. Cash als Reserve innerhalb der Illiquide-Sub-Struktur pendelt zwischen 3,7 und 5,0 %.

Diese Sub-Struktur-Verschiebung folgt einer strategischen Diversifikationslogik innerhalb der Illiquide-Klasse. Der Aufbau entspricht dem klassischen Muster institutioneller Illiquide-Investoren: Der Einstieg erfolgt über Private Equity, weil in diesem Segment Manager-Auswahl und Zugangskanäle etabliert sind; die Infrastruktur- und Private-Debt-Programme werden parallel aufgebaut, sobald die operative Kapazität dies zulässt.

Illiquide-Sub-Struktur 2020 gegen 2025

Diversifikation innerhalb der illiquiden Anlagen · 2020 gegen 2025



Werte als Anteil am Marktwert des Illiquide-Segments, nicht am Gesamt-Portfolio. Die Ist-Illiquide-Investment-Quote am Gesamtportfolio wuchs im gleichen Zeitraum von 0,3 % (2020) auf 14,3 % (2025). Der Rückgang des Private-Equity-Anteils spiegelt planmäßige Beimischung von Infrastruktur, Private Debt und Immobilien.

Quelle: KENFO Geschäftsberichte 2020 und 2025

Abbildung 6 Interne Diversifikation der illiquiden Anlagen · zwei Ring-Diagramme zum direkten Stichtagsvergleich 2020 und 2025 · Werte als Anteil am Marktwert des Illiquide-Segments (nicht am Gesamt-Portfolio). Die Ist-Illiquide-Investment-Quote am Gesamtportfolio wuchs im gleichen Zeitraum von 0,3 % (2020) auf 14,3 % (2025). Quellen: KENFO Geschäftsberichte 2020 und 2025.

4.4 · Die SAA-Zielquote 30 % Illiquide

Der Geschäftsbericht 2021 nennt erstmals die **Strategic-Asset-Allocation-Zielquote (SAA, langfristige Ziel-Gewichtung des Portfolios pro Anlageklasse)** für illiquide Anlagen von rund 30 %. Diese Zielgröße bleibt in den Berichten 2022 bis 2025 konstant. Der Geschäftsbericht 2025 nennt zusätzlich einen konkreten Zwischenschritt von 29 % ab dem Jahr 2028 (GB 2025 S. 20). Zwischen dem Ist-Stand von 14,3 % per 31.12.2025 und der Zielquote 30 % liegen 15,7 Prozentpunkte, die KENFO über die kommenden Jahre aufbauen wird.

Zur Zielquote gibt es zwei Angaben, die sich in der Zeitachse widersprechen. Der Geschäftsbericht nennt rund 30 % als mittelfristige Zielquote und 29 % als Zwischenschritt ab 2028. Die FAQ auf der Website dreht die Reihenfolge um: Dort sind 29 % die aktuelle Zielquote und rund 30 % das Ziel für Ende 2028 (Abruf 7. September 2026). Beide Angaben stammen vom Fonds, keine ist falsch, und beide zusammen ergeben kein konsistentes Bild davon, wann welche Quote gilt. Für diese Studie bleibt die Angabe des Geschäftsberichts maßgeblich; der Abgleich in 4.7 führt die FAQ-Werte, weil dort nur sie vorliegen.

Die Plafonierung der Zielquote bei rund 30 % ergibt sich aus dem Auszahlungsanforderungs-Profil aus Kapitel 2. Der Fonds muss jederzeit liquide sein, weil die Bundesanforderungen nicht formelbasiert planbar sind; zudem verbietet § 8 Abs. 3 Satz 1 EntsorgFondsG die Kreditaufnahme. Beide Restriktionen gemeinsam definieren eine strukturelle Obergrenze für illiquide Anlagen. Eine Illiquide-Investment-Quote von 40 bis 50 % würde bei einer großen Auszahlungsanforderung in einer ungünstigen Marktphase entweder Verkäufe liquider Positionen zu Ungunst-Preisen oder Liquidationen von Illiquide-Positionen im Sekundärmarkt mit Bewertungsabschlägen erzwingen. Die 30 %-Zielquote bildet den Bereich, in dem

KENFO nach eigener Einschätzung (*implizit dokumentiert über die konstante Zielquoten-Wahl der letzten fünf Geschäftsberichte*) diese Liquiditätsrisiken noch tragen kann.

4.5 · Zielrendite und langfristige Renditeerwartung

KENFO weist zwei Rendite-Größen aus, die konzeptionell unterschiedlich sind: die **Zielrendite** (*deckungsinterner Zinsfuß aus der Bewertung der zukünftigen Auszahlungsverpflichtungen*) und die **langfristige Renditeerwartung** (*Managementeinschätzung des aktuellen Gesamt-Portfolios über einen 10-Jahres-Horizont*).

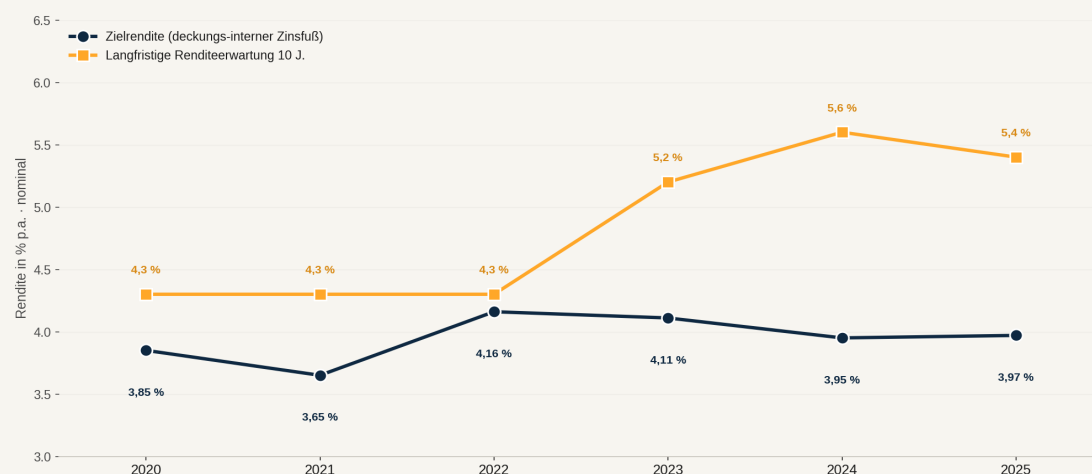
Stichtag	Zielrendite	Renditeerwartung Gesamt-Portfolio
31.12.2020	3,85 %	4,3 %
31.12.2021	3,65 %	4,3 %
31.12.2022	4,16 %	4,3 %
31.12.2023	4,11 %	5,2 %
31.12.2024	3,95 %	5,6 % (<i>neu, 10 J. nach SAA-Anpassung</i>)
31.12.2025	3,97 %	5,4 %

Tabelle 7 Zielrendite und langfristige Renditeerwartung · Zeitreihe 2020 bis 2025 · beide Werte nominal · brutto/netto in keinem Geschäftsbericht explizit ausgewiesen. Quellen: KENFO Geschäftsberichte 2020 bis 2025.

Die Zielrendite ist zwischen 2020 und 2025 relativ stabil zwischen 3,65 und 4,16 %. Die langfristige Renditeerwartung wurde mit der SAA-Anpassung 2024 auf 5,6 % angehoben und liegt per 31.12.2025 bei 5,4 %. Der wachsende Puffer zwischen beiden Größen (*rund 1,4 bis 1,5 Prozentpunkte per Ende 2024 und 2025 gegenüber 0,4 Prozentpunkten per Ende 2020*) dokumentiert die Absicherungswirkung des Illiquide-Aufbaus im Modell. Die vertiefte Rendite-Analyse einschließlich Brutto-Netto-Klassifikationslücke und Real-Rendite-Diskussion erfolgt in Kapitel 6.

Zielrendite gegen langfristige Renditeerwartung 2020 bis 2025

Deckungs-interner Zinsfuß gegen 10-Jahres-Renditeerwartung · 2020 bis 2025



Beide Reihen als nominal ausgewiesen. Der KENFO klassifiziert weder Zielrendite noch Renditeerwartung nach brutto oder netto. Die Renditeerwartung stieg 2023 und 2024 durch die SAA-Anpassung mit stärkerer Illiquide-Gewichtung.

Quelle: KENFO Geschäftsberichte 2020 bis 2025 · Kanon §8a + §8b

Abbildung 7 Doppel-Liniendiagramm · Zielrendite (deckungs-interner Zinsfuß) gegen langfristige Renditeerwartung (10-Jahres-Horizont) · beide Zeitreihen nominal · Bilanzstichtage 2020 bis 2025. Der KENFO klassifiziert weder Zielrendite noch Renditeerwartung explizit nach brutto oder netto. Die Renditeerwartung wurde in den Geschäftsberichten 2023 und 2024 im Zuge der SAA-Anpassung mit stärkerer Illiquide-Gewichtung angehoben. Quellen: KENFO Geschäftsberichte 2020 bis 2025.

4.6 · Die SAA-Anpassung 2024 · Kern-Verschiebungen

Die dritte turnusmäßige Überprüfung der strategischen Asset-Allocation erfolgte 2024. Der Geschäftsbericht dieses Jahres beschreibt die drei Kern-Verschiebungen (*GB 2024 S. 8*). Innerhalb der liquiden Anlagen wurden 3 Prozentpunkte von Aktien zu zinstragenden Anlagen umgeschichtet. Innerhalb der illiquiden Anlagen wurden Positionen von Immobilien zu Infrastruktur verlagert. Neu eingeführt wurde eine strategische Cash-Quote als eigene Position innerhalb der SAA, die vorher nur als Residualgröße existierte.

Konkrete numerische Zielquoten pro Anlageklasse werden im Geschäftsbericht 2024 nicht publiziert. KENFO folgt einer Berichtspraxis mit strategisch-qualitativen Aussagen ohne vollständige Zielallokationstabellen. Die nächste turnusmäßige SAA-Überprüfung ist für 2026 angekündigt (*GB 2024 S. 20; GB 2025 S. 20*).

4.7 · Die SAA-Zielquoten · publiziert, aber nicht im Berichtswerk

Die vollständigen Sollwerte-Tabellen der strategischen Asset-Allocation gehören zu den dokumentierten Berichtslücken. In keinem der neun Geschäftsberichte 2017 bis 2025 werden Zielquoten pro Anlageklasse als Tabelle publiziert. Im Bericht stehen nur die Illiquide-Investment-Zielquote, die qualitativen Verschiebungen der SAA-Anpassung 2024 und die aggregierten Ist-Werte.

Außerhalb des Berichtswerks nennt der KENFO die Zielquoten sehr wohl. Die FAQ auf der eigenen Website führt sie als grobe Zielquoten der aktuellen SAA auf. Zum Abruf dieser Studie am 7. September 2026 lauten sie: **31,5 % Aktien, 38,5 % Anleihen und 29 % illiquide Anlagen**. Die Lücke betrifft damit das testierte Berichtswerk, nicht die Öffentlichkeit insgesamt.

Schon innerhalb dieser einen Seite steht die Zahl für die illiquiden Anlagen zweimal unterschiedlich da. Die Antwort zur Anlagestrategie nennt 29 %, die Antwort zum Aufbau des illiquiden Portfolios nennt für dieselbe Zielallokation 30 % und für das Jahresende 2028 ebenfalls rund 30 %. Nur mit 30 % summieren sich die drei Zielquoten auf 100. **Diese Studie rechnet deshalb mit den 30 %** und weist die 29 % der Zielquoten-Passage als Alternative aus. Eine Zielallokation, deren Klassen sich nicht auf 100 addieren, ist als Maßstab unbrauchbar; hinzu kommt, dass der testierte Geschäftsbericht seit 2021 ebenfalls rund 30 % nennt und die 29 % dort nur als Zwischenschritt ab 2028 führt. Mit den 29 % läge die Abweichung bei –14,7 Prozentpunkten statt –15,7.

Die Fundstelle hat noch eine zweite Eigenschaft, die für eine Steuerungsinformation ungewöhnlich ist. **Die FAQ trägt kein Stand-Datum und wird ohne Versionierung überschrieben**. Eine frühere Fassung derselben Passage nannte 35 % Aktien, 25 % Unternehmens- und Schwellenländeranleihen, 10 % Staatsanleihen und 30 % illiquide Anlagen, also andere Werte in einer feineren Systematik. Zwischen beiden Fassungen verschieben sich 3,5 Prozentpunkte von Aktien zu Anleihen, und die Illiquide-Investment-Zielquote sinkt um einen Punkt. Das entspricht der Richtung, die der Geschäftsbericht 2024 für die SAA-Anpassung qualitativ beschreibt, ohne dass der Fonds den Zusammenhang irgendwo herstellt. Wann die neue Fassung in Kraft trat, ist nicht feststellbar. Diese Studie führt den Abgleich gegen die Werte zum Abrufdatum und weist die frühere Fassung nachrichtlich aus.

Der Abgleich mit den Ist-Werten verlangt einen Zwischenschritt, der technisch wirkt und die Aussage entscheidend verändert. Der Geschäftsbericht 2025 führt die Kapitalanlagen in zwei unterschiedlich geschnittenen Darstellungen. Die Kapitalanlagen-Übersicht ordnet nach Segmenten und Subportfolien; dort stehen Aktien mit 35,1 % und REITs mit 6,0 % nebeneinander. Der Risikobericht ordnet nach Anlageklassen; dort bilden Aktien und REITs mit 41,1 % eine Klasse. Beide Darstellungen enden bei 25.577 Mio. EUR, sie schneiden die Klassen nur anders.

Wohin die REITs gehören, verändert das Ergebnis des Abgleichs erheblich. Ohne sie liegt die Aktienquote bei 35,1 % und damit 3,6 Prozentpunkte über der Zielquote von 31,5 %, mit ihnen bei 41,1 % und 9,6 Prozentpunkte darüber. Der KENFO beantwortet die Frage in seiner Pressemitteilung vom 15. Juli 2026. Er beschreibt das Portfolio zum Jahresende 2025 mit „rund 41 Prozent Aktien, 39 Prozent Anleihen und 15 Prozent nicht-börsennotierten Anlagen (Barmittel: 5 Prozent)“ und zählt die REITs damit zu den Aktien. Das ist dieselbe Drei-Klassen-Systematik wie in der FAQ, und die folgende Tabelle folgt ihr.

Anlageklasse	Ist 31.12.2025	Zielquote laut FAQ	Abweichung
Aktien und REITs	41,1 %	31,5 %	+9,6 pp
Anleihen	39,4 %	38,5 %	+0,9 pp
Illiquide Anlagen	14,3 %	30 % (in der Zielquoten-Passage 29 %)	–15,7 pp
Geldmarkt	5,2 %	(keine Zielquote; mit 30 % Illiquide summieren die drei genannten Klassen auf 100)	

Tabelle 8 Ist-Ziel-Abgleich der Asset-Allocation per 31. Dezember 2025 · Zur Anleihenquote: Diese Tabelle nennt 39,4 %, Tabelle 5 nennt 42,1 %. Beide Werte stammen aus demselben Geschäftsbericht und sind beide richtig. Tabelle 5 folgt der Segment-Darstellung, diese Tabelle der Anlageklassen-Darstellung des Risikoberichts, die die Schwellenländeranleihen anders zuordnet. Der Ist-Ziel-Abgleich braucht die Anlageklassen-Sicht, weil die Zielquoten in dieser Systematik vorliegen · Ist-Werte aus der Anlageklassen-Darstellung des Risikoberichts im Geschäftsbericht 2025, bezogen auf die Kapitalanlagen von 25.577 Mio. EUR. Der Geschäftsbericht selbst weist dieselben Positionen auf das Stiftungsvermögen von 25.600 Mio. EUR einschließlich 24 Mio. EUR Barmitteln aus und kommt damit bei den Aktien auf 41,0 %; diese Studie rechnet durchgängig auf die Kapitalanlagen und kommt auf 41,1 %. Die Barmittel bleiben deshalb aus der Ist-Spalte heraus. Zielquoten aus der KENFO-FAQ auf kenfo.de, abgerufen am 7. September 2026 (vom KENFO ausdrücklich als grobe Zielquoten bezeichnet, ohne Bandbreiten, ohne Stand-Datum). Die FAQ nennt für Barmittel keine Zielquote. Mit der Illiquide-Zielquote von 30 % summieren ihre drei Zielklassen auf 100 %, mit den 29 % der Zielquoten-Passage nur auf 99 %. Insoweit ist der Vergleich nicht deckungsgleich. Nachrichtlich gegen die frühere FAQ-Fassung (35 / 25 / 10 / 30): Aktien +6,1 pp · Unternehmens- und Schwellenländeranleihen +4,7 pp · Staatsanleihen –0,2 pp · Illiquide –15,7 pp. Quellen: KENFO Geschäftsbericht 2025 · KENFO-FAQ · KENFO-Pressemitteilung vom 15. Juli 2026.

Das Bild ist eindeutig. Der KENFO liegt bei den Anleihen fast punktgenau auf seiner Zielquote und bei den Aktien deutlich darüber, während die illiquiden Anlagen rund die Hälfte ihres Zielwerts erreichen. Die FAQ liefert die Erklärung mit: Das für die illiquiden Anlagen vorgesehene Kapital ist zwischenzeitlich in liquiden Anlagen mit vergleichbarem Risikoprofil und in Barmitteln investiert und wird sukzessive umgeschichtet. Die knapp 15 Prozentpunkte, die zur Illiquide-Investment-Zielquote fehlen, sind damit keine unerfüllte Absicht, sondern eine geparkte Position, und sie liegen erkennbar überwiegend in den Aktien. Der Aufbau soll nach KENFO-Angabe bis Ende 2028 abgeschlossen sein.

Die Erklärung beantwortet, wo das Kapital liegt, nicht, was diese Zwischenlösung kostet. Aufbaukapital im Aktienblock trägt ein Fristenrisiko: Kapitalabrufe der Private-Equity- und Infrastruktur-Zielfonds kommen nicht gleichmäßig über die Zeit, sondern häufig dann, wenn Bewertungen gefallen sind, und in genau diesen Phasen steht auch der Puffer unter Druck. Wer den Abruf dann bedienen muss, verkauft Aktien in einen schwachen Markt. Die Alternative, das Kapital im Geldmarkt zu halten, kostet Rendite über den gesamten Aufbauzeitraum; die gewählte Lösung kostet im Ernstfall Substanz. Der KENFO hat den Fall einmal durchlaufen: Für 2022, mit einer Jahresrendite von –12,2 %, weisen die Berichtsangaben keine Veräußerung von Bestandspositionen aus Liquiditätsgründen aus. Das ist ein Beleg, aber kein Freispruch. Die Illiquide-Quote lag Ende 2022 bei 6,5 % und damit bei weniger als der Hälfte des heutigen Standes (Tabelle 5), und der Test als weitgehend durchinvestierter Fonds mit einer Zielquote von rund 30 % steht dem Modell noch bevor. Für die Resilienz-Bewertung in Kapitel 8.3 ist das der entscheidende Vorbehalt.

Die Zielquoten stehen damit öffentlich, aber nicht im Berichtswerk. Sie sind grob, ohne Bandbreiten, ohne Unter-Klassen und ohne Stand-Datum, sie stehen in einem nicht testierten Dokument, und eine geänderte Fassung wird nicht als Änderung kenntlich gemacht. Frühere Fassungen der Seite sind nicht mehr abrufbar, der Abgleich lässt sich also im Nachhinein nicht gegen den damaligen Zielstand führen. Eine Sollwerte-Tabelle im Geschäftsbericht, mit Stichtag und in derselben Systematik wie die Ist-Werte, würde das ändern. Die Empfehlung steht im Vorschlagskatalog in Kapitel 8.

4.8 · Übergang zu Governance und ESG-Regelwerk

Kapitel 5 rekonstruiert die Entscheidungs- und Governance-Prozesse hinter der in Kapitel 4 beschriebenen Investmentstrategie: die vierstufige Kaskade aus Rechtsaufsicht, 18-köpfigem Kuratorium, dreiköpfigem Vorstand und vier Fachgremien sowie das ESG-Regelwerk mit fester Ausschlussliste und aktiver WACI-Steuerung.

QUELLEN

- KENFO Geschäftsberichte 2018–2025. Kernenergie-Entsorgungsfonds, Berlin. Jährliche Anhänge zur Asset-Allocation und zu strategischen Zielquoten.
- KENFO Geschäftsbericht 2018, S. 10 und 37. Aufteilung Neutrale Anlage und Masterfonds per 31.12.2018.
- KENFO Geschäftsbericht 2019, S. 6. Asset-Allocation per 31.12.2019 inkl. Neutrale Anlage.
- KENFO FAQ (*kenfo.de*, abgerufen am 7. September 2026, die Seite trägt kein Stand-Datum). Grobe SAA-Zielquoten von 31,5 % Aktien, 38,5 % Anleihen und 29 % illiquiden Anlagen sowie die Erläuterung zur Zwischenanlage des Illiquide-Kapitals. Eine frühere Fassung derselben Passage nannte 35 % Aktien, 25 % Unternehmens- und Schwellenländeranleihen, 10 % Staatsanleihen und 30 % illiquide Anlagen.
- KENFO Geschäftsbericht 2025, Risikobericht, Tabelle „Anlageklassen · Stiftungsvermögen“. Zweite Anlageklassen-Darstellung mit der Klasse „Aktien & REITs“.
- KENFO Pressemitteilung vom 15. Juli 2026, „KENFO setzt die Serie guter Anlageergebnisse fort“. Portfolio-Struktur zum Jahresende 2025 mit rund 41 Prozent Aktien, 39 Prozent Anleihen und 15 Prozent nicht-börsennotierten Anlagen.
- KENFO Geschäftsbericht 2021, S. 23. Erste Nennung Zielquote Illiquide rund 30 %.
- KENFO Geschäftsbericht 2024, S. 8. Beschreibung der SAA-Anpassung 2024.
- KENFO Geschäftsbericht 2025, S. 20. Zwischenschritt Zielquote 29 % Illiquide ab 2028.
- KENFO Geschäftsbericht 2019 und 2020. Renditeerwartungsreihe (S. 22 bzw. GB 2020 S. 21).

Governance und ESG-Regelwerk

Kernaussage: Die Governance-Struktur des KENFO bildet die zentrale Steuerungsachse des Fonds. Sie ist vierstufig organisiert: die Rechtsaufsicht durch drei Bundesministerien setzt den rechtlichen Rahmen, ein politisch besetztes Kuratorium mit 18 Mitgliedern (*21. Legislaturperiode*) setzt die strategischen Rahmen-Parameter, ein dreiköpfiger Vorstand (*CIO, COO, CFO/CRO*) führt die Geschäfte, und vier Fachgremien (*Anlageausschuss, Investment Risk Committee, Expertenkreis Nachhaltiges Investieren, Prüfungsausschuss*) beraten den Vorstand und kontrollieren einzelne Prozessbereiche. Das ESG-Regelwerk wirkt in dieser Struktur als Governance-Output über die Ausschlussliste in § 4 Abs. 3 der Anlagerichtlinie und über zwei WACI-Klimaziele; es dient nicht als aktives Rendite-Instrument.

5.1 · Governance-Kaskade als Steuerungsstruktur

Die KENFO-Steuerung läuft über eine gestufte Governance-Ordnung mit vier Ebenen: die Rechtsaufsicht durch drei Bundesministerien, das politisch besetzte Kuratorium, den dreiköpfigen Vorstand und die vier Fachgremien. Die operativen Anlage-Entscheidungen wie auch die Entstehung des ESG-Regelwerks folgen dieser Kaskade. Ein internes Investment Office mit weitreichender diskretionärer Vollmacht eines CIO-Teams existiert nicht; der Vorstand entscheidet innerhalb der Rahmen-Parameter des Kuratoriums und mit fachlicher Beratung durch die Gremien.

5.2 · Kuratorium · politische Besetzung · 18 Mitglieder in der 21. Legislaturperiode

Das Kuratorium ist das Aufsichts- und Steuerungsorgan des KENFO. Es tagt seit 2018 grundsätzlich dreimal pro Jahr. Die einzige Kadenz-Abweichung ist das Berichtsjahr 2020: Das Grußwort des Kuratoriumsvorsitzenden nennt sechs Sitzungen, der Anhang desselben Berichts führt drei Sitzungen mit Datum auf (2. März, 15. Juni und 26. Oktober 2020). Die Datumsangaben im Anhang sind der belastbarere Beleg; der Widerspruch bleibt in der KENFO-Berichterstattung ungeklärt und ist offen dokumentiert.

Die Vorsitz-Historie zeigt eine hohe personelle und institutionelle Kontinuität, unterbrochen von den politischen Regierungswechseln:

Legislaturperiode	Vorsitz	Stellvertretender Vorsitz	Zeitraum
18. LP	Thorsten Herdan (BMWi)	Thomas Bareiß (CDU/CSU)	Gründung bis Ende 2017
19. LP	Thorsten Herdan (BMWi/BMWK)	Olav Gutting (CDU/CSU, ab März 2018)	2018 bis 20. Juni 2022
20. LP	Udo Philipp (Staatssekretär BMWK)	Olav Gutting → Bernd Westphal (SPD, ab Oktober 2022)	20. Juni 2022 bis 13. Oktober 2025
21. LP	Bernhard Kluttig (BMWE)	Olav Gutting (CDU/CSU)	ab 13. Oktober 2025

Tabelle 9 Kuratoriumsvorsitz und stellvertretender Vorsitz nach Legislaturperioden (LP = Legislaturperiode des Deutschen Bundestags). Ressort-Kürzel: **BMWi** (Bundesministerium für Wirtschaft und Energie bis 2021) · **BMWK** (Bundesministerium für Wirtschaft und Klimaschutz 2021 bis 2024) · **BMWE** (Bundesministerium für Wirtschaft und Energie ab 2025). Quellen: KENFO Geschäftsberichte 2017 bis 2025.

Das Kuratorium in der 21. Legislaturperiode umfasst 18 Mitglieder, je neun Vertreterinnen und Vertreter der Bundesregierung und des Deutschen Bundestages (BMWE, BMF und BMUKN mit je drei Sitzen, CDU/CSU drei, SPD zwei, AfD zwei, Bündnis 90/Die Grünen einer, Die Linke einer, KENFO Geschäftsbericht 2025, Mitgliedertabelle nach der Konstituierung am 13. Oktober 2025). Für jedes Mitglied ist ein Stellvertreter bestellt (§ 4 Abs. 4 Satz 3 EntsorgFondsG). Die Mitgliederzahl ist gesetzlich nicht fixiert: Nach § 4 Abs. 3 EntsorgFondsG ist die Zahl der Bundestagsmitglieder die kleinstmögliche, bei der jede Fraktion vertreten ist und die Mehrheitsverhältnisse gewahrt bleiben, und nach § 4 Abs. 4 Satz 1 überschreitet sie die Zahl der Regierungsvertreter nicht. Sie ändert sich damit mit jeder Bundestagswahl; in der 20. Legislaturperiode waren es 23 Mitglieder. Die Aufsichtsministerien sind das Bundesministerium für

Wirtschaft und Energie (*BMWE, vormals BMWi bis 2021, BMWK 2021 bis 2024*), das Bundesministerium der Finanzen (*BMF*) und das Bundesministerium für Umwelt, Klima, Naturschutz und nukleare Sicherheit (*BMUKN, vormals BMU und BMUV, siehe Kapitel 2*). Die Ressort-Umbenennungen folgen den Regierungswechseln und dokumentieren die enge politische Anbindung des KENFO-Organigramms.

5.3 · Vorstand · drei Personen · Vergütungskorridor 1,26 bis 1,46 Mio. EUR

Der Vorstand des KENFO ist seit dem 1. April 2021 in der aktuellen Besetzung tätig: Anja Mikus als Vorsitzende und verantwortlich für den **Chief Investment Officer (CIO)**-Bereich, Stefan Spannagl als **Chief Operating Officer (COO)** und Dr. Thomas Bley als **Chief Financial Officer / Chief Risk Officer (CFO/CRO in Personalunion)**. Die dreiköpfige Struktur besteht seit der Übergangsphase 2017 unverändert. Die einzige Ausnahme ist das erste Quartal 2021, als die COO-Position nach dem Ausscheiden von Victor Moftakhar vom 20. Dezember 2020 bis zum 31. März 2021 vakant war.

Die Vergütung des Vorstands folgt einer geordneten Zeitreihe:

Geschäftsjahr	Vorstandsvergütung EUR
2017 (<i>Rumpf inkl. Interim</i>)	720.194
2018	1.255.000
2019	1.452.000
2020	1.363.696
2021	1.305.997
2022	1.307.150
2023	1.379.553
2024	1.457.953
2025	1.399.770

Tabelle 10 Aggregierte Vorstandsvergütung des KENFO nach Geschäftsjahr (3-köpfiger Vorstand seit 2018, Rumpf-Wert 2017 inkl. Interim). Quellen: KENFO Geschäftsberichte 2017 bis 2025.

Die aggregierte Vorstandsvergütung bewegt sich seit 2018 in einem Korridor zwischen 1,26 und 1,46 Mio. EUR für drei Personen. Sie liegt unterhalb der Vergütungsniveaus vergleichbarer privater deutscher Vermögensverwaltungen und größerer Versicherer sowie oberhalb der Vergütungsniveaus der Bundesverwaltung und positioniert den KENFO in einem hybriden Vergütungsbereich zwischen öffentlichem Dienst und institutionellem Kapitalmarkt.

5.4 · Anlageausschuss · Investment Risk Committee · Prüfungsausschuss · Expertenkreis

Neben Kuratorium und Vorstand bestehen vier Fachgremien (*Stand 2025*), die den Vorstand beraten und die aufsichtliche Steuerung ergänzen.

Der **Anlageausschuss** existiert seit der Gründung als Beratungsgremium des Kuratoriums. Seine konkrete Mitglieder-Zusammensetzung wird in keinem der neun Geschäftsberichte 2017 bis 2025 öffentlich ausgewiesen. Berichtet werden nur die Existenz und die Rolle: strategische Anlage-Themen, SAA-Vorbereitung und Manager-Selektionsfragen.

Der **Expertenkreis Nachhaltiges Investieren** wurde 2018 eingerichtet (GB 2018 S. 4) und ist das zentrale Gremium für die ESG-Regelentwicklung. Er bereitet die Ausschlusslisten für die Anlagerichtlinie vor, liefert fachlichen Input zu Klimazielen und Berichtsrahmen und bildet die operative Schnittstelle zwischen der Kapitalanlage-Seite und den Nachhaltigkeitszielen des KENFO.

Der **Prüfungsausschuss** wurde 2023 implementiert (GB 2023 S. 6) und war 2024 voll operativ (GB 2024 S. 6). Er ist analog zu Prüfungsausschüssen in börsennotierten Unternehmen als eigenständiges Kontrollgremium für Rechnungslegung, Risikomanagement und die Zusammenarbeit mit dem Abschlussprüfer aufgestellt.

Das **Investment Risk Committee (IRC)** wird seit dem Geschäftsbericht 2022 erwähnt (GB 2022 S. 29, GB 2025 S. 23) und übernimmt die risikoseitige Überwachung der Anlage-Entscheidungen. Es bildet das Gegenstück zum Anlageausschuss auf der Risiko-Seite.

5.5 · Governance-Organigramm

Die dargelegte Struktur ergibt eine vierstufige Governance-Kaskade (*Rechtsaufsicht, Kuratorium, Vorstand, Fachgremien*), die in Abbildung 8 visualisiert wird.

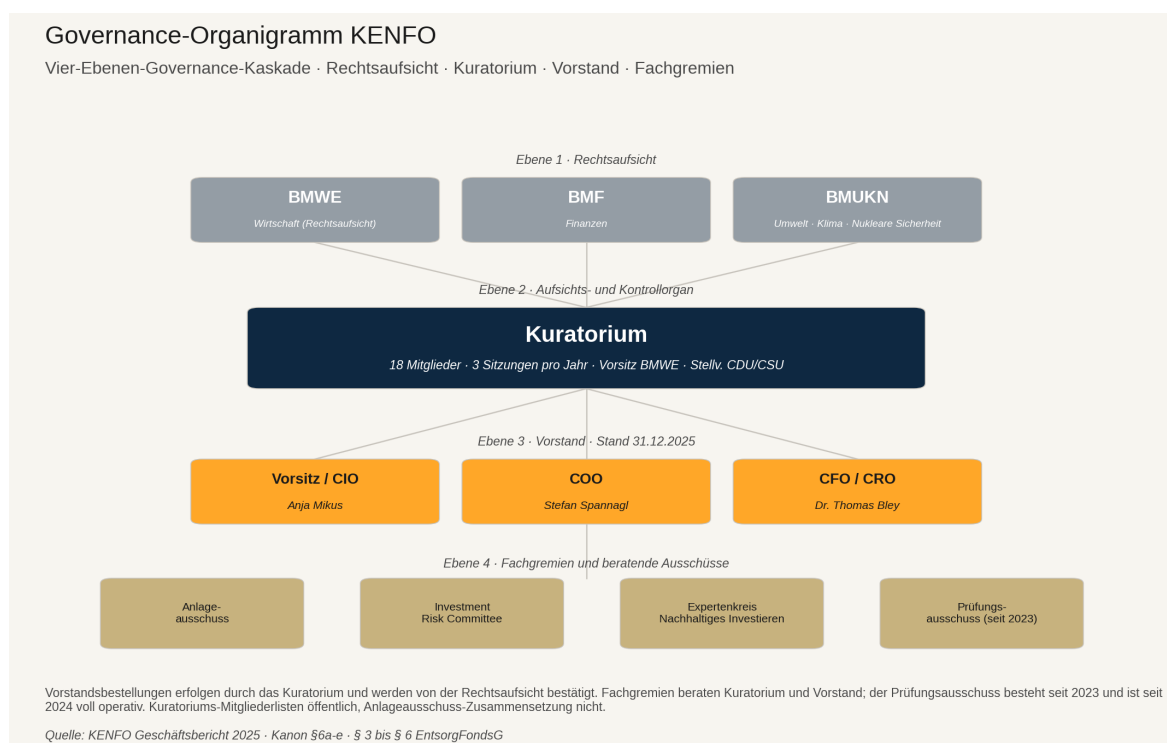


Abbildung 8 Vier-Ebenen-Governance-Kaskade · Rechtsaufsicht (Ebene 1) · Kuratorium (Ebene 2) · Vorstand (Ebene 3) · Fachgremien (Ebene 4). Vorstands-Zusammensetzung Stand 31.12.2025. Kurz-Erklärungen der Kürzel: **BMWE** (Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, vormals BMWi bis 2021, BMWK 2021 bis 2024, BMWWE ab 2025, führende Rechtsaufsicht) · **BMF** (Bundesministerium der Finanzen, Einvernehmensministerium) · **BMUKN** (Bundesministerium für Umwelt, Klima, Naturschutz und nukleare Sicherheit, Einvernehmensministerium) · **CIO** (Chief Investment Officer) · **COO** (Chief Operating Officer) · **CFO** (Chief Financial Officer) · **CRO** (Chief Risk Officer) · **IRC** (Investment Risk Committee). Vorstandsbestellungen erfolgen durch das Kuratorium und werden von der

Rechtsaufsicht bestätigt. Kuratoriums-Mitgliederlisten öffentlich; Anlageausschuss-Zusammensetzung in keinem Geschäftsbericht 2017 bis 2025 ausgewiesen. Quellen: KENFO Geschäftsbericht 2025 · §§ 3 bis 6 EntsorgFondsG vom 27. Januar 2017.

Die Governance-Kaskade trennt strategische Rahmensetzung (*Kuratorium*), operative Anlage-Entscheidung (*Vorstand*) und fachliche Beratung sowie Risikokontrolle (*Fachgremien*) funktional. Die 53 Beschäftigten der KENFO-Organisation per 31. Dezember 2025 (*Head-Count inklusive Vorstand, rund 52 Vollzeitäquivalente, GB 2025*) arbeiten damit in einer Governance-Ordnung, deren institutionelle Reichweite die operative Personal-Größe deutlich übersteigt. Die Kern-Steuerungsfunktion liegt beim Vorstand; jede strategische Weichenstellung erfordert die Zustimmung des Kuratoriums und wird fachlich in den Gremien vorbereitet.

5.6 · ESG-Regelwerk · Ausschlüsse aus der Anlagerichtlinie

Der ESG-Ansatz des KENFO ruht auf drei Elementen: einer festen Ausschlussliste, einer Best-in-Class-Selektion und der Stimmrechtsausübung über die externen Manager. Das operative Gewicht liegt eindeutig auf den Ausschlüssen. Grundlage ist § 4 Abs. 3 der Anlagerichtlinie vom 27. Juni 2017, die eine **Best-in-Class-Selektion** (*Auswahl der ESG-führenden Unternehmen innerhalb jeder Branche*) mit aktiven Themen-Ausschlüssen kombiniert. Die Ausschlussliste hat sich zwischen 2017 und 2025 erweitert und deckt heute folgende Themen ab. Die Jahresangaben nennen das Berichtsjahr der Erstnennung, nicht zwingend das Jahr der Einführung; wo der Zeitpunkt der Aufnahme aus den Berichten nicht eindeutig hervorgeht, steht „spätestens“:

- Kernkraftwerksbetreiber und beherrschende Unternehmen (*seit Gründung*).
- Verstöße gegen den UN Global Compact (*Menschenrechte, Anti-Korruption, Kinderarbeit, Umwelt, seit 2017*).
- Kohleabbau, Kohleverstromung und Mountain-Top-Removal (*spätestens 2022*).
- Uranabbau und Uranminen (*2022*).
- Fracking sowie Öl- und Teersand (*spätestens 2019*).
- Waffenhersteller (*2022*).
- Tabakproduktion (*2022*).
- EU-Blacklist Steuern und FATF-Blacklist bei Staatsanleihen (*2022*).
- Autoritäre Staaten bei Staatsanleihen (*neu 2023*).

Quelle: KENFO Geschäftsberichte 2017–2025.

Die konkrete Anzahl der ausgeschlossenen Titel oder Emittenten wird in keinem Geschäftsbericht quantifiziert. Die Klassifikation nach der **Sustainable Finance Disclosure Regulation** (*SFDR, EU-Offenlegungsverordnung für nachhaltige Finanzprodukte*) wird ebenfalls nicht adressiert. Als Stiftung öffentlichen Rechts, die keine Finanzprodukte an Dritte vertreibt, ist der KENFO kein Adressat der SFDR. Die Verordnung richtet sich an Finanzmarktteilnehmer und Finanzberater im Sinne ihres Artikels 2; eine Klassifikationspflicht besteht für den Fonds nicht. Diese Studie führt die fehlende Angabe gleichwohl in der Bilanz der Berichtslücken in Kapitel 6.9, weil eine freiwillige Einordnung den Vergleich mit anderen institutionellen Anlegern erleichtern würde. Sie ist damit die einzige der elf Lücken, die keine bestehende Pflicht unerfüllt lässt.

Das dritte Element, die **aktive Aktionärsrolle** (beim KENFO „aktives Aktionärstum“), nennt der KENFO in der FAQ auf seiner Website ausdrücklich als wesentlichen Bestandteil des Nachhaltigkeitsansatzes, einschließlich der Berücksichtigung von Nachhaltigkeitskriterien bei der Stimmrechtsausübung. In den Geschäftsberichten bleibt es ohne Substanz: Weder Abstimmungslinien noch eine Engagement-Statistik noch die Zahl der wahrgenommenen Hauptversammlungen werden ausgewiesen. Da der Fonds die Aktien nicht direkt hält, sondern über die Master-Fonds-Struktur und die externen Manager, liegt die operative Stimmrechtsausübung ohnehin bei diesen. Das Element existiert damit als Anspruch, nicht als nachprüfbare Praxis.

Die Ausschlussliste folgt einer prinzipiengeleiteten Logik ohne primären Rendite-Anspruch. Der KENFO beschränkt das investierbare Universum, weil die Anlagerichtlinie es so vorsieht und das Kuratorium diese Beschränkung als Governance-Setzung trägt. Die Rendite-Konsequenzen sind sekundär und werden nicht separat ausgewiesen. Aus dieser Systematik ergibt sich die Zuordnung des ESG-Themas in das Governance-Kapitel dieser Studie.

5.7 · Klimaziele · WACI-Reduktion und Zwischenziele

Über die Ausschlüsse hinaus hat der KENFO zwei formale Klimaziele auf Portfolio-Ebene. Beide beziehen sich auf den **Weighted Average Carbon Intensity Score (WACI, gewichtete durchschnittliche CO₂-Intensität der Aktien und Unternehmensanleihen, Scope 1+2)** mit Basis 31. Dezember 2019:

- Das erste Zwischenziel forderte eine Reduktion um 20 % bis Ende 2024.
- Das zweite Zwischenziel fordert eine Reduktion um 60 % bis Ende 2029.

Der tatsächliche Fortschritt zeigt eine deutliche Übererfüllung beider Ziele. Bereits Ende 2022 lag die kumulierte Reduktion bei –53 % (KENFO-FAQ, abgerufen am 31. August 2026, die Seite trägt kein Standard-Datum), Ende 2024 bei –59 % und Ende 2025 bei –62 % (GB 2024 S. 4, 12, 19; GB 2025 S. 5, 12, 18). Damit ist auch das zweite Zwischenziel von –60 % vier Jahre vor dem Zieldatum 2029 erreicht. Der Portfolio-Anteil an Green Bonds im Anleiheportfolio erreichte Ende 2025 einen Wert von 7,5 % (GB 2025 S. 5).

Die institutionelle Verankerung dieser Ziele erfolgte im März 2020 mit dem Beitritt zur **Net-Zero Asset Owner Alliance** (NZAOA, UN-koordinierte Initiative institutioneller Anleger mit Netto-Null-Ziel bis 2050) und im November 2020 mit der Unterzeichnung der **UN Principles for Responsible Investment (UN PRI, globales Investoren-Netzwerk für nachhaltige Anlagestrategien)**. Der **Deutsche Nachhaltigkeitskodex (DNK)** wird seit 2022 im Zweijahresrhythmus bedient. Für die Emissionsmessung wird der **PCAF-Standard (Partnership for Carbon Accounting Financials)** verwendet.

Die Übererfüllung ist zum Teil Ergebnis der aktiven Portfolio-Steuerung, zum Teil Ergebnis der Marktzusammensetzung. Der Anleihen-Anteil im Portfolio ist hoch und in staatennahen sowie in hoch-eingestuften Unternehmensanleihen konzentriert, die im WACI-Rahmen typischerweise niedrig gewichtet sind. Der Aktien-Teil enthält systematische Ausschlüsse für die kohlenstoff-intensivsten Sektoren. Beide Faktoren gemeinsam erklären die beschleunigte Reduktion ohne explizite Klimarendite-Strategie. Dass ein Ziel für 2029 bereits Ende 2025 erreicht ist, wirft zugleich die Frage nach seiner Ambition auf. Der Geschäftsbericht 2025 ordnet das Zwischenziel von –60 % ausdrücklich an der oberen Grenze des von der Net-Zero Asset Owner Alliance empfohlenen Korridors für CO₂-Reduktionsziele ein. Genau darin liegt der Befund: Ein Zwischenziel, das am oberen Rand des empfohlenen Korridors liegt und trotzdem ohne zusätzliche Steuerungsmaßnahme vier Jahre früher fällt, misst eher die Portfolio-Struktur als die Klimastrategie.

5.8 · Abschlussprüfer-Wechsel 2024

Ab dem Geschäftsjahr 2024 wechselte der Abschlussprüfer des KENFO. Von 2017 bis 2023 war die **KPMG AG (München/Frankfurt)** Prüfer mit einem Prüfungshonorar, das von 105 TEUR (2017) auf 180 TEUR (2021 bis 2023) stieg. Ab dem Geschäftsjahr 2024 ist die **Baker Tilly GmbH & Co. KG WPG (Düsseldorf)** der Abschlussprüfer (*Honorar 202 TEUR, GB 2024 S. 45, 51*). Die KPMG wurde ab 2. Mai 2025 als Interne Revision für einen Zweijahresvertrag verpflichtet (*GB 2025 S. 15*). Weder der Geschäftsbericht 2024 noch der Geschäftsbericht 2025 nennt einen Grund für den Wechsel; eine Rotationspflicht wird in keinem der beiden Berichte erwähnt. Dass die KPMG nach sieben Prüfungsjahren als Abschlussprüfer ausscheidet und knapp zwei Jahre später als Interne Revision zurückkehrt, ist damit ein dokumentiertes, aber nicht begründetes Governance-Ereignis.

5.9 · Übergang zu Ergebnissen und Leistungsprofil

Kapitel 6 rekonstruiert die Ergebnisse der in Kapitel 5 beschriebenen Governance-Struktur: die Rendite-Reihe 2019 bis 2025, die zeitgewichtete und geldgewichtete Perspektive, die Brutto-Netto-Klassifikationslücke und drei strukturelle Berichtslücken, die den direkten Vergleich mit Yale-Endowment und Government Pension Fund Global begrenzen.

QUELLEN

- KENFO Geschäftsberichte 2017–2025. Kernenergie-Entsorgungsfonds, Berlin. Jährliche Kapitel zu Kuratorium, Vorstand, Fachgremien, Nachhaltigkeit und Abschlussprüfer.
- Anlagerichtlinie KENFO vom 27. Juni 2017 Absatz 3 zur ESG-Ausschlusssystematik.
- Entsorgungsfondsgesetz (*EntsorgFondsG*) §§ 3–6 zur Kuratoriumszusammensetzung und Vorstandsbestellung.
- KENFO Corporate-Governance-Berichte 2017–2025.
- KENFO Nachhaltigkeitsberichte 2022 und 2024.
- Net-Zero Asset Owner Alliance (*NZAOA*), Beitrittsbekanntmachung März 2020.
- UN Principles for Responsible Investment (*UN PRI*), Unterzeichnung November 2020.

Ergebnisse und Leistungsprofil

Kernaussage: Die Rendite-Zeitreihe 2019 bis 2025 (+10,2 % / +8,3 % / +10,4 % / -12,2 % / +11,1 % / +9,4 % / +6,2 %) wird in keinem der neun Geschäftsberichte konsistent als brutto oder netto klassifiziert; die Kostenquote wird nur qualitativ als „einstellige Basispunkte“ prognostiziert und lässt sich für 2025 auf rund 26 Basispunkte ableiten. Die zeitgewichtete Rendite 2019 bis 2025 beträgt 5,90 % pro Jahr nominal und übertrifft die Zielrendite von 3,97 % um rund 1,93 Prozentpunkte; die geldgewichtete Rendite liegt durch den Cash-Drag der Aufbaujahre deutlich darunter. Drei strukturelle Berichtslücken (*Rendite-Klassifikation nach brutto/netto und nominal/real, Kostenquote in Basispunkten, SAA-Zielquoten im Geschäftsbericht*) begrenzen den direkten Rendite-Vergleich mit dem Yale-Endowment und dem Government Pension Fund Global.

6.1 · Die Rendite-Reihe · strukturelle Bezugsgrößen- und Klassifikationslücken

Der KENFO weist in den Geschäftsberichten 2019 bis 2025 sieben Jahresrenditen aus. Die Werte für 2019 und 2020 stehen im Grußwort des Kuratoriumsvorsitzenden, ab 2021 im Vorstandsbrief. Die einzelnen Renditewerte sind zitierbar; ihre Bezugsgröße und ihre Klassifikation als brutto oder netto sind es nicht durchgängig.

Der Geschäftsbericht 2019 nennt zwei unterschiedliche Rendite-Werte für dasselbe Berichtsjahr: 10,2 % auf investiertes Vermögen und 3,3 % auf Gesamtvermögen inklusive der an die Bundesbank gezahlten Negativzinsen (*GB 2019 S. 1, Grußwort des Kuratoriumsvorsitzenden*). Beide Werte stehen nebeneinander, ohne dass der Bericht die primäre Bezugsgröße festlegt. Ab dem Berichtsjahr 2021 weist der Vorstand die Rendite auf das investierte Vermögen aus, ab 2022 in der Formulierung „Anlageergebnis nach Marktpreisbewertung“. Die Doppel-Angabe 2019 dokumentierte die strukturelle Rendite-Differenz zwischen investiertem Portfolio und Gesamtvermögen in der Aufbauphase transparent; die spätere Reduktion auf einen einzigen Rendite-Wert ohne Bezugsgrößen-Klassifikation zählt zu den Berichtslücken, die Kapitel 8 als Empfehlung aufgreift.

6.2 · Jahresrenditen 2019 bis 2025 im Aufbau-Kontext

Die vollständige Rendite-Zeitreihe:

Geschäftsjahr	Rendite	Bezugsgröße im Vorstandsbrief	Klassifikation im Bericht
2017	—	—	nicht als Prozentzahl ausgewiesen
2018	—	qualitativ „Einstandsrendite etwa 0,5 %“	keine Portfolio-Rendite
2019	10,2 % (oder 3,3 %)	investiertes Vermögen (oder Gesamtvermögen inkl. Bundesbank-Cash)	nicht klassifiziert
2020	8,3 %	investiertes Vermögen	nicht klassifiziert
2021	10,4 %	Finanzanlagen	nicht klassifiziert
2022	–12,2 %	Anlageergebnis nach Marktpreisbewertung	nicht klassifiziert
2023	+11,1 %	Anlageergebnis nach Marktpreisbewertung	nicht klassifiziert
2024	+9,4 %	Anlageergebnis nach Marktpreisbewertung	nicht klassifiziert
2025	+6,2 %	Wertentwicklung	nicht klassifiziert

Tabelle 11 KENFO-Jahresrenditen · Bezugsgröße und Brutto-Netto-Klassifikation pro Berichtsjahr · Zeitreihe 2017 bis 2025. Die Werte 2019 und 2020 stammen aus dem Grußwort des Kuratoriumsvorsitzenden, ab 2021 aus dem Vorstandsbrief. Quellen: KENFO Geschäftsberichte 2019 bis 2025.

Die Reihe ist im Kontext der Investitionsquote aus Kapitel 3 zu lesen. 2019 lag der KENFO bei 50,9 % Investitionsquote, 2020 bei 73 %, 2021 bei 97 %. Die Renditen der frühen Jahre beziehen sich entsprechend nur teilweise auf ein voll investiertes Portfolio. Ab dem Berichtsjahr 2021 ist die Bezugsgröße stabil und die Reihe wird belastbar interpretierbar. Von 2021 bis 2025 zeigt die Reihe das typische Muster eines diversifizierten institutionellen Portfolios mit deutlicher Aktien-Komponente: ein Krisenjahr (2022), zwei Erholungsjahre (2023 und 2024), ein Konsolidierungsjahr (2025).

Presse-Berichte übernehmen die KENFO-Zahlen mit unterschiedlicher Präzision. Der WiWo-Bericht nennt für 2024 eine Rendite von 11,1 %, die tatsächlich dem KENFO-Wert für 2023 entspricht. Der e-fundresearch-Beitrag vom 16. Juli 2026 nennt 6,2 % für 2025 und stimmt mit dem KENFO-Ausweis überein. Der Bericht des private-banking-magazin nennt 9,4 % für 2024 und stimmt ebenfalls überein. Die drei Presse-Werte dienen in dieser Studie als Kontrast-Hinweis und werden nicht als eigenständige Quelle zitiert.

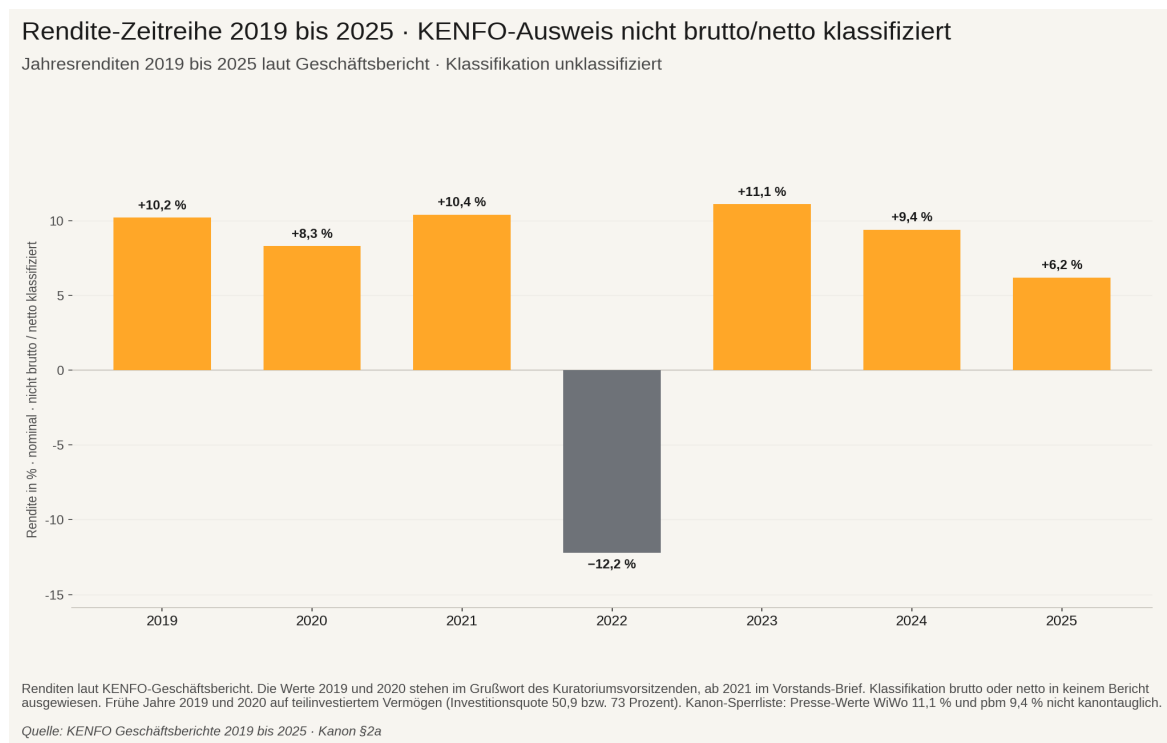


Abbildung 9 Jahresrenditen laut KENFO-Geschäftsbericht · Balkendarstellung 2019 bis 2025 · Klassifikation weder brutto noch netto ausgewiesen · Bezugsgröße wechselt über die Berichtsjahre (investiertes Vermögen 2019–2020, Finanzanlagen 2021, Anlageergebnis nach Marktpreisbewertung 2022–2024, Wertentwicklung 2025). Die frühen Jahre 2019 und 2020 beziehen sich auf ein noch nicht voll investiertes Vermögen (Investitionsquote 50,9 % bzw. 73 %). Die Presse-Werte WiWo 11,1 % (2024) und private-banking-magazin 9,4 % sind in der Grafik nicht enthalten; der WiWo-Wert entspricht dem KENFO-Ausweis für 2023, nicht für 2024, der Wert des private-banking-magazin stimmt mit dem KENFO-Ausweis für 2024 überein. Quellen: KENFO Geschäftsberichte 2019 bis 2025.

6.3 · Zeitgewichtete und geldgewichtete Rendite-Perspektive

Zwei Rendite-Berechnungsmethoden ergeben für den Zeitraum 2019 bis 2025 unterschiedliche Werte. Die **zeitgewichtete Rendite** (*Time-Weighted Return, geometrische Verkettung der Jahresrenditen, bereinigt um Kapitalflüsse*) liegt bei 5,90 % pro Jahr nominal und übertrifft die Zielrendite von 3,97 % um rund 1,93 Prozentpunkte. Der Rechenweg: Die Verkettung der sieben Jahresfaktoren (von 1,102 bis 1,062) ergibt einen Gesamtfaktor von 1,4932; annualisiert über sieben Jahre entspricht das 5,895 % pro Jahr (*eigene Berechnung auf Basis der KENFO-Vorstandsbrief-Werte*). Die **geldgewichtete Rendite** (*Money-Weighted Return, der interne Zinsfuß, der mitzählt, wann Mittel zu- und abfließen*) liegt strukturell darunter, denn die Bareinlage bei der Bundesbank war in den Aufbaujahren 2017 und 2018 mit Negativzinsen belegt und dämpfte die Rendite dieser Phase. Beziffern lässt sich das erst mit der vollständigen Reihe der Kapitalflüsse: Die Auszahlungen sind veröffentlicht, die Zeitpunkte innerhalb des Jahres nicht.

Die Verkettung ist dabei nur so belastbar wie die Werte, die in sie eingehen. Sie bereinigt Kapitalflüsse zwischen den Jahren, nicht aber innerhalb eines Jahres. Ob der KENFO seine Jahresrenditen ihrerseits zeitgewichtet und in welcher Frequenz, geht aus keinem Bericht hervor; der Vorstandsbrief spricht für 2022 bis 2024 vom Anlageergebnis nach Marktpreisbewertung und für 2025 von Wertentwicklung, ohne die Methode zu nennen. Die 5,90 % sind damit eine saubere Verkettung publizierter Werte und keine nach einem Branchenstandard erhobene Zeitreihe. Das ist keine Schwäche der Rechnung, sondern dieselbe Berichtslücke von der anderen Seite: Mit der Methoden- und der Brutto-Netto-Klassifikation wäre der Wert nicht nur nachrechenbar, sondern auch vergleichbar.

Nach dem Studienstichtag 31. Dezember 2025 hat der KENFO für das erste Halbjahr 2026 eine Wertentwicklung von +7,9 % gemeldet (*Pressemitteilung vom 15. Juli 2026*). Bezieht man dieses Halbjahr in die Verkettung ein, steigt die zeitgewichtete Rendite auf 6,57 % pro Jahr über siebeneinhalb Jahre, kumuliert auf einen Wertzuwachs von 61,1 % seit Anfang 2019. Dieser erweiterte Wert stützt sich auf eine Pressemitteilung und nicht auf einen geprüften Abschluss und wird deshalb getrennt ausgewiesen.

Der Abstand zwischen beiden Werten zeigt, wie stark das nicht investierte Kapital die Aufbau-Phase belastet hat. Ab dem Berichtsjahr 2021 nähern sich beide Werte an: Das Portfolio ist von da an weitgehend stabil investiert, die Cash-Belastung bei der Bundesbank fällt weg. Für den Vergleich mit etablierten institutionellen Anlegern wie dem Yale-Endowment oder dem Government Pension Fund Global eignet sich daher die zeitgewichtete Rendite ab 2021 besser; sie rechnet die Cash-Belastung der Aufbaujahre heraus.

6.4 · Segment-Renditen 2023 bis 2025

Ab dem Geschäftsbericht 2023 weist der KENFO Segment-Renditen für die vier Haupt-Anlageklassen granular aus:

Geschäftsjahr	Aktien Industrieländer	Aktien Schwellenländer	Unternehmens- anleihen	Staats-anleihen	Illiquide Anlagen
2023	+17,7 %	+11,1 %	+8,9 %	+4,4 %	+6,4 %
2024	+18,5 %	+17,6 %	+3,9 %	—	+12,9 %
2025	+10,1 %	+20,9 %	—	—	+2,1 %

Tabelle 12 KENFO-Segment-Renditen für fünf Anlageklassen · Berichtsjahre 2023 bis 2025 · frühere Jahre 2019 bis 2022 ohne granularen Segment-Ausweis im gleichen Format. Quellen: KENFO Geschäftsberichte 2023 bis 2025.

Die Segment-Reihe zeigt zwei Muster. Die Schwellenländer-Aktien lieferten 2025 die höchste Segment-Rendite mit +20,9 %, während die Illiquide-Anlagen mit +2,1 % das schwächste Ergebnis brachten. Der KENFO-Vorstand führt Letzteres auf die USD-Schwäche zurück, weil ein Teil der Private-Equity- und Infrastruktur-Commitments in USD notiert ist und die EUR-Aufwertung im Jahresverlauf die Erträge dämpfte. Die Unternehmensanleihen zeigen sich mit +8,9 % (2023) und +3,9 % (2024) als ausgeprägt zinssensitive Kategorie; für die Staatsanleihen liegt mit +4,4 % (2023) nur ein einziger ausgewiesener Wert vor, aus dem sich kein Muster ablesen lässt.

Segment-Rendite-Heatmap 2023 bis 2025

Segment-Renditen 2023 bis 2025 · gemeldete Werte laut Geschäftsbericht

	2023	2024	2025
Aktien Industrieländer	+17,7 %	+18,5 %	+10,1 %
Aktien Schwellenländer	+11,1 %	+17,6 %	+20,9 %
Unternehmensanleihen	+8,9 %	+3,9 %	n.a.
Staatsanleihen	+4,4 %	n.a.	n.a.
Illiquide Anlagen	+6,4 %	+12,9 %	+2,1 %

null = im entsprechenden GB nicht ausgewiesen. Illiquide 2025 belastet durch EUR-Aufwertung gegen USD (GB 2025).

Quelle: KENFO Geschäftsberichte 2023 bis 2025 · Kanon §2b

Abbildung 10 Segment-Renditen für fünf Anlageklassen in den drei Berichtsjahren 2023 bis 2025 (REITs werden in Kapitel 4 als eigene Anlageklasse geführt, bleiben hier aber ohne Zeile, weil der KENFO für sie in keinem der drei Berichtsjahre eine Segment-Rendite ausweist) · Farbintensität nach Wert-Höhe (dunkleres Orange = höhere Positiv-Rendite) · Segmente ohne granularen Ausweis im entsprechenden Geschäftsbericht als „n.a.“ dargestellt. Kurz-Erklärungen der Kategorien: **Aktien Industrieländer** (entwickelte Märkte, Developed Markets) · **Aktien Schwellenländer** (Emerging Markets) · **Unternehmensanleihen** (Corporate Bonds im Anleiheportfolio) · **Staatsanleihen** (Sovereign Bonds, vorwiegend DM-Emittenten) · **Illiquide Anlagen** (bündelt Private Equity, Infrastruktur, Private Debt, Immobilien). Die Illiquide-Rendite 2025 wurde durch die EUR-Aufwertung gegen USD belastet (Angabe Geschäftsbericht 2025). Quellen: KENFO Geschäftsberichte 2023 bis 2025.

6.5 · Stille Reserven und Buchwert-Markt-Diskrepanz

Die HGB-Bilanzierung des KENFO liefert eine zweite Ergebnisperspektive neben der Rendite-Reihe. Der Marktwert der Kapitalanlagen liegt per 31.12.2025 bei 25,577 Mrd. EUR, der Buchwert bei 20,849 Mrd. EUR. Die Differenz von 4,728 Mrd. EUR bildet die stille Reserve.

Die stille Reserve ist unter HGB nicht bilanzwirksam und steht ausschließlich im Anhang. Sie übernimmt zwei strukturelle Puffer-Funktionen. Erstens fängt sie Marktrücksetzer ab, in denen der Marktwert temporär unter den Buchwert fallen könnte, ohne dass eine HGB-relevante Abschreibung erforderlich wäre. Zweitens ermöglicht sie die Verstetigung der Auszahlungen aus dem Portfolio, weil bei Realisierung ein Ertrag entsteht, ohne die bilanzielle Substanz zu verringern. Die Reserve von 4,728 Mrd. EUR entspricht rund 22,7 % des Buchwerts.

Das Stiftungsergebnis der HGB-GuV bewegt sich auf einer anderen Ebene. Es lag 2017 bei –39 Mio. EUR (*Aufbaujahr mit Bundesbank-Negativzinsen*), 2018 bei –71 Mio. EUR, dann von +9 Mio. EUR (2019) über +120 Mio. EUR (2020), +248 Mio. EUR (2021), +298 Mio. EUR (2022), +360 Mio. EUR (2023), +410 Mio. EUR (2024) auf +679 Mio. EUR im Berichtsjahr 2025. Diese Zahlen liegen unter der Marktwert-basierten Rendite, weil die HGB-GuV nur die realisierten Erträge und die HGB-relevanten Bewertungsänderungen enthält und die unrealisierten Kursgewinne ausklammert.

6.6 · Kumulierte Auszahlungen und aggregierter Wertumfang

Die Reihe der jährlichen Auszahlungen ist die zentrale operative Leistungskennzahl des KENFO. Wie in Kapitel 2 dokumentiert, hat der Fonds zwischen 2017 und 2025 insgesamt 5,201 Mrd. EUR an den Bund erstattet, was rund 21,6 % des ursprünglichen Netto-Stiftungskapitals entspricht. Trotz dieser kumulierten Auszahlungen ist der Marktwert der Kapitalanlagen zwischen dem Ende des Rumpffjahres 2017 (*rund 1,9 Mrd. EUR direkt gehalten plus 984 Mio. EUR im Master-Fonds*) und dem 31.12.2025 auf 25,577 Mrd. EUR gewachsen.

Marktwert und kumulierte Auszahlungen zusammengerechnet ergeben rund 30,8 Mrd. EUR, gegenüber einem Netto-Startkapital von 24,057 Mrd. EUR. Der KENFO führt diese Rechnung selbst: Auf seiner Website heißt es, das Stiftungsvermögen sei bis Ende 2025 auf rund 25,6 Mrd. EUR beziehungsweise einschließlich der Auszahlungen auf rund 30,9 Mrd. EUR gestiegen. Die Differenz zu den 30,8 Mrd. EUR dieser Studie entsteht allein durch die Rundung: Der KENFO rechnet mit 25,6 und 5,3 Mrd. EUR, diese Studie mit den Berichtswerten 25,577 und 5,201 Mrd. EUR. In den Geschäftsberichten stehen die beiden Größen dagegen getrennt: die kumulierten Auszahlungen auf S. 4, der Marktwert auf S. 9 (*GB 2025*). Addiert werden sie dort nicht. Die Aggregation ist damit inhaltlich vom Fonds gedeckt, im testierten Berichtswerk aber nicht ausgewiesen.

Der Halbjahresstand bestätigt die Logik. Der KENFO nennt für den 30. Juni 2026 einen seit Gründung erwirtschafteten Mehrwert von rund 8,8 Mrd. EUR (*Pressemitteilung vom 15. Juli 2026*). Die Gegenprobe aus den Studien-Größen ergibt für den 31.12.2025 einen Mehrwert von 6,72 Mrd. EUR (*25,577 plus 5,201 minus 24,057*); zuzüglich des Wertzuwachses von rund 2,0 Mrd. EUR im ersten Halbjahr 2026 ergeben sich 8,7 Mrd. EUR. Die beiden Rechenwege liegen 0,1 Mrd. EUR auseinander; die Differenz entsteht durch die Rundung der KENFO-Angaben und bestätigt die Größenordnung.

Diese Kenngröße gehört in den Geschäftsbericht, weil die Rendite-Zeitreihe allein die geleisteten Auszahlungen nicht abbildet. Ein Fonds, der ein Fünftel seines Startkapitals ausgezahlt und den Rest dennoch über den Ausgangswert gesteigert hat, macht diese Leistung mit einer Jahresrendite nicht sichtbar.

6.7 · Kosten und die abgeleitete Kostenquote

Zu den zentralen Berichtslücken gehört die Kostenquote in Basispunkten (*TER, Total Expense Ratio*). In keinem der neun Geschäftsberichte 2017 bis 2025 wird eine konkrete Kostenquote als Basispunkt-Zahl ausgewiesen. Der Vorstand beschränkt sich auf die qualitative Prognose „einstellige Basispunkte in Bezug auf das Stiftungsvermögen“, die seit 2017 wörtlich in jedem Bericht wiederholt wird.

Für diese Studie lässt sich die Kostenquote für 2025 aus den publizierten Zahlen ableiten. Die HGB-Verwaltungskosten der Stiftung bestehen aus vier Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung:

Personalaufwand 9.635 TEUR, sonstige betriebliche Aufwendungen 5.013 TEUR, Abschreibungen auf Sachanlagen 104 TEUR und Aufwand aus der Vermögensverwaltung 1 TEUR, zusammen 14.753 TEUR. Dazu kommen die Sondervermögenskosten (*Asset-Manager-Vergütungen 35,5 Mio. EUR plus sonstige Asset-Management-Aufwendungen 15,1 Mio. EUR, insgesamt 50,6 Mio. EUR*), die nicht in der HGB-GuV der Stiftung erscheinen, sondern direkt aus den Fondserträgen abgezogen werden. Die Gesamtkosten belaufen sich damit auf 65,35 Mio. EUR. Bezogen auf einen durchschnittlichen Marktwert der Kapitalanlagen im Berichtsjahr 2025 von 25,196 Mrd. EUR ergibt sich eine abgeleitete Kostenquote von 25,9 Basispunkten, also rund 0,26 %.

Zur Methodik der $\emptyset$ -Marktwert-Referenzgröße: Der durchschnittliche Marktwert der Kapitalanlagen 2025 wird als arithmetisches Mittel aus Anfangs- und Endstand berechnet (*24,814 Mrd. EUR per 31.12.2024 plus 25,577 Mrd. EUR per 31.12.2025 dividiert durch zwei ergibt 25,196 Mrd. EUR*). Ein zeitgewichteter $\emptyset$ aus Quartalsultimo-Werten wäre methodisch präziser, ist aber nicht möglich, weil der KENFO in keinem der neun Geschäftsberichte Quartalsstände des Marktwerts publiziert. Der Geschäftsbericht 2025 nennt Anfangs- und Endstand des Berichtsjahres (S. 9) sowie qualitative Kapitalmarkt-Kommentare für die vier Quartale, aber keine Marktwert-Zwischenstände. Die abgeleitete Kostenquote von 25,9 bp basiert damit auf der einzigen für Externe rekonstruierbaren $\emptyset$ -Marktwert-Referenz.

Ein Vorbehalt gehört zur Quote: Die Zielfonds-Ebene der illiquiden Anlagen erscheint in keiner der ausgewiesenen Kostenpositionen. Weder die HGB-GuV der Stiftung noch die Sondervermögenskosten enthalten die Gebühren, die auf Ebene der Private-Equity-, Infrastruktur- und Private-Debt-Zielfonds anfallen. Die abgeleiteten 25,9 Basispunkte sind damit eine **Untergrenze und keine Vollkostenquote**, und der Abstand zur tatsächlichen Gesamtkostenbelastung wächst mit dem Illiquide-Anteil, der per 31.12.2025 bei 14,3 % liegt. Der folgende Vergleich ist unter diesem Vorbehalt zu lesen.

Die Ableitung ist ausdrücklich kein KENFO-Ausweis. Sie wird in dieser Studie mit dem expliziten „abgeleitet“-Marker verwendet, weil eine institutionelle Fondsstudie ohne Kostenquote nicht plausibel möglich ist und die Ableitung methodisch offen dokumentiert bleibt. Für einen belastbaren Peer-Vergleich mit dem Yale-Endowment (*rund 55 bp Manager- und Fund-Level-Kosten im FY2025*) oder dem Government Pension Fund Global (*rund 4 bp NBIM-Managementkosten, NBIM Annual Report 2025, konstant seit mehreren Jahren*) fehlt aus KENFO-Sicht der offizielle Ausweis. Die drei Zahlen folgen zudem drei unterschiedlichen Kostenabgrenzungen: Yale weist die Zielfonds-Ebene mit aus, der KENFO-Wert ist die oben beschriebene Untergrenze ohne diese Ebene. Ein Rangvergleich der drei Werte ist auf dieser Grundlage nicht tragfähig.

Die strukturelle Entwicklung der Kosten folgt drei Kostenblöcken im Zeitverlauf. Die HGB-Verwaltungskosten sind mit dem Personal-Aufbau linear von 2,3 Mio. EUR im Rumpfbjahr 2017 auf 14,7 Mio. EUR im Berichtsjahr 2025 gestiegen. Die Sondervermögenskosten wuchsen mit dem investierten Volumen und der Illiquide-Aufsattelung von 0,3 Mio. EUR 2017 auf 50,6 Mio. EUR 2025. Die Bundesbank-Negativzinsen aus den Aufbaujahren (*38,9 Mio. EUR 2017, 86,4 Mio. EUR 2018*) sind seit 2023 auf null gefallen.

6.8 · Deckungsgrad und Eigenmittelquote · zwei abgeleitete Kennzahlen

Neben Rendite und Kosten beschreiben zwei Kennzahlen das Verhältnis zwischen Fondsvermögen und Verpflichtung. Beide beruhen auf dem Barwert der erwarteten Entsorgungsauszahlungen, den der KENFO in keinem Bericht als Zahl ausweist.

Der Barwert lässt sich aus zwei publizierten Größen als Residuum ableiten. Der Geschäftsbericht 2025 nennt den Marktwert der Kapitalanlagen mit 25,577 Mrd. EUR und die Eigenmittel mit 10,187 Mrd. EUR. Die Eigenmittel sind definiert als Marktwert abzüglich Barwert der Auszahlungsverpflichtungen; umgestellt ergibt sich ein **Barwert von 15,390 Mrd. EUR** ($25,577 \text{ minus } 10,187$). Daraus folgt ein **Deckungsgrad von 166 %** ($25,577 \text{ dividiert durch } 15,390$): Dem Barwert der Verpflichtungen steht das 1,66-fache an Vermögen gegenüber.

Die **Eigenmittelquote** setzt die Eigenmittel ins Verhältnis zum Risikokapital, also zu dem Betrag, der zur Abdeckung der Marktrisiken vorzuhalten ist. Bei 100 % wären die Eigenmittel gerade ausreichend; per 31.12.2025 liegt die Quote bei 290 %, also einer 2,9-fachen Überdeckung. Der Wert bewegt sich mit den Märkten: Im Verlauf des Jahres 2025 fiel er unterjährig auf 244 %, während der Marktverwerfungen um die US-Zollankündigungen im April, und erholte sich bis zum Stichtag. Diese Quote ist die belastbarste Resilienz-Kennzahl des Fonds, weil sie den Puffer misst und nicht das Vermögen.

Beide Kennzahlen stehen unter einem gemeinsamen Vorbehalt: Der Barwert hängt vom Diskontsatz und von den Laufzeit-Annahmen der Auszahlungszeitreihe ab. Beides war zeitweise nachvollziehbar. Der Geschäftsbericht 2020 nennt eine **Ultimate Forward Rate** von 3,75 % auf einen Achtzigjahreshorizont, mit der Zwanzigjahres-Forward-Swap-Rate als risikofreier Referenz, dazu eine allgemeine Inflationsannahme von 1,6 % und eine nuklearspezifische Preissteigerung von 1,97 % pro Jahr. Basis der Bewertung ist nach demselben Bericht ein Gutachten der Warth & Klein Grant Thornton AG vom 9. Oktober 2015. Ab dem Berichtsjahr 2022 wird die Ultimate Forward Rate nicht mehr ausgewiesen. Damit beruht die Barwertbewertung eines Portfolios per 31.12.2025 auf einer Gutachtensgrundlage, die zehn Jahre zurückliegt und deren Fortschreibung aus dem Berichtswerk nicht hervorgeht.

Die Lücke lässt sich damit präzise benennen: keine ursprüngliche Auslassung, sondern ein Wegfall. Der KENFO hat den Diskontsatz einmal offengelegt und diese Angabe später eingestellt. Für das Berichtsjahr 2025 lässt sich der Deckungsgrad deshalb nachrechnen, die dahinterliegende Bewertung aber nicht mehr prüfen. Würde der KENFO den Diskontsatz wieder ausweisen, wäre der Deckungsgrad nicht nur eine Kennzahl, sondern eine nachprüfbare Aussage. Der folgende Abschnitt führt diese Lücke als elfte auf.

6.9 · Berichtstransparenz-Bilanz

Die elf Berichtslücken bilden eine substanzielle Transparenz-Ebene der KENFO-Ergebnisberichterstattung. Diese Studie fasst sie hier zusammen und greift sie in Kapitel 8 als Empfehlungen an die DACH-Zweck-Fondslandschaft wieder auf. Maßstab ist dabei das testierte Berichtswerk, also die neun Geschäftsberichte samt Corporate-Governance- und Nachhaltigkeitsberichten. Zwei der Lücken schließt der KENFO außerhalb dieses Rahmens auf seiner Website, worauf jeweils hingewiesen wird.

Es fehlen: eine explizite Kostenquote in Basispunkten, die Brutto-Netto-Klassifikation der Renditen, die Nominal-Real-Klassifikation der Renditen (*obwohl Inflationsannahmen für die Kostenplanung existieren*), die detaillierten SAA-Zielquoten pro Anlageklasse (*grobe Zielquoten stehen in der Website-FAQ, siehe Kapitel 4.7*), ein Portfolio-Benchmark auf Gesamtebene (*in der Website-FAQ als aggregierte Benchmark aus MSCI All Country World Investable Market Index, MSCI Europe Investable Market Index und ICE BofA Global Broad Market Index EUR hedged benannt*), die Mitgliederliste des Anlageausschusses, die konkrete Anzahl der ausgeschlossenen Titel oder Emittenten, die SFDR-Klassifikation (*als Stiftung öffentlichen Rechts ist der KENFO kein Adressat der Verordnung; die Angabe wäre eine freiwillige Einordnung, siehe Kapitel 5.6*), die Ultimate Forward Rate nach 2021 (*bis dahin ausgewiesen, 2020 mit 3,75 %*), eigenständige BMF-Berichte

zur Kapitalanlage sowie Diskontsatz und Laufzeit-Annahmen des Barwerts der erwarteten Entsorgungsauszahlungen (siehe 6.8).

Die Berichtslücken deuten nicht darauf hin, dass der KENFO etwas zurückhält. Sie zeigen, dass in der deutschen Fondslandschaft ein gemeinsamer Berichtsrahmen fehlt, der Zweck-Fonds, Endowments und Staatsfonds vergleichbar machen würde. Dass zwei der Lücken auf der Website beantwortet werden und im Geschäftsbericht fehlen, unterstreicht dies: Es geht nicht um Zurückhaltung, sondern um die Frage, was in ein testiertes Berichtswerk gehört. Der KENFO könnte als jüngster deutscher Zweck-Fonds einen Standard-Beitrag leisten; die drei zentralen Empfehlungen (*Kostenquote in Basispunkten, Rendite-Klassifikation nach brutto/netto und nominal/real, vollständige SAA-Zielquoten pro Anlageklasse im Geschäftsbericht*) würden dies ohne strukturelle Änderung der bestehenden Berichtsarchitektur ermöglichen.

Hinzu kommen Widersprüche innerhalb der Berichte selbst. Die Kuratoriumssitzungen 2020 werden im Grußwort mit sechs, im Anhang desselben Berichts mit drei angegeben (siehe Kapitel 5.2). Der Personalplan-Endstand 2023 wird einmal mit 62, einmal mit „59 plus 3 Vorstand“ angegeben; rechnerisch identisch, in der Darstellung aber uneinheitlich. Dieselbe Uneinheitlichkeit wiederholt sich im Geschäftsbericht 2025 mit 67 gegen „64 plus 3 Vorstand“; beide Fälle sind in der Personalplan-Historie in Kapitel 3.7 nachgewiesen. Die Inflationsannahme wurde 2024 von 1,6 % auf 2,0 % pro Jahr angehoben, ohne dass der Bericht diese Änderung erläutert. Keiner dieser Punkte verändert die Ergebnislage; sie gehören aber zur Bestandsaufnahme dieser Studie.

6.10 · Was diese Studie nicht berechnet und warum

Die Ergebnisbetrachtung dieses Kapitels arbeitet mit Jahresrenditen, Bilanzgrößen und abgeleiteten Quoten. Sie enthält bewusst keine risikoadjustierten Kennzahlen, wie sie in der institutionellen Analyse üblich sind. Der Grund liegt nicht in der Fragestellung, sondern in der Datenlage: Die folgenden Größen lassen sich aus dem veröffentlichten Berichtswerk nicht seriös berechnen.

Kennzahl	was sie voraussetzt	warum sie hier fehlt
Sharpe Ratio, Volatilität	Renditezeitreihe in Monats- oder Quartalsauflösung	Der KENFO veröffentlicht Jahreswerte. Aus sieben Jahresrenditen berechnete Streuungsmaße haben keine belastbare Aussagekraft
Maximum Drawdown	unterjährige Wertverläufe	Der Rückgang 2022 ist als Jahreswert mit –12,2 % ausgewiesen. Der tatsächliche Höchstverlust innerhalb des Jahres ist aus den Berichten nicht rekonstruierbar
Tracking Error, Information Ratio	Benchmark-Zeitreihe auf Portfolioebene	Ein Gesamtportfolio-Benchmark wird nur in der Website-FAQ genannt, nicht im testierten Berichtswerk, und ohne Zeitreihe (siehe 6.9)
Performance-Attribution nach SAA, TAA und Managerauswahl	Segment-Renditen gegen Segment-Benchmarks über den gesamten	Segment-Renditen liegen erst ab 2023 vor (siehe 6.4), Benchmarks je Segment und Flüsse gar nicht

Kennzahl	was sie voraussetzt	warum sie hier fehlt
	Zeitraum, dazu Zu- und Abflüsse je Segment	
Duration und Zinssensitivität des Anleihezeils	Restlaufzeiten- oder Durationsangaben	In keinem der neun Geschäftsberichte ausgewiesen
Geldgewichtete Rendite (<i>interner Zinsfuß</i>)	vollständige Kapitalflussreihe mit unterjährigen Zeitpunkten	Die Auszahlungen sind publiziert, ihre Zeitpunkte innerhalb des Jahres nicht (<i>siehe 6.3</i>)

Diese Aufstellung ist kein Nebensatz, sondern ein Ergebnis. Sie zeigt, dass eine risikoadjustierte Beurteilung des KENFO von außen mit den heute veröffentlichten Angaben nicht möglich ist. Das ist derselbe Befund, den die Berichtstransparenz-Bilanz in 6.9 aus anderer Richtung beschreibt, und es ist der eigentliche Grund für die Bewertung der Dimension Transparenz in Kapitel 8. Eine Institution, deren Ergebnisse nur als Jahreswerte ohne Benchmark und ohne Klassifikation vorliegen, kann extern nicht risikoadjustiert eingeordnet werden, unabhängig davon, wie gut diese Ergebnisse sind.

6.11 · Übergang zum Cluster-Vergleich

Kapitel 7 vergleicht den KENFO strukturell mit dem norwegischen Government Pension Fund Global (GPGF), der als prominenter Vertreter des Clusters „Staatliche Zweck-Fonds“ die relevante Referenz-Institution für Größenordnung, Governance-Aufbau und Berichtstransparenz bildet.

QUELLEN

- KENFO Geschäftsberichte 2019–2025. Kernenergie-Entsorgungsfonds, Berlin. Vorstandsbriefe und Anhänge zu Renditen und Segment-Renditen.
- KENFO Geschäftsberichte 2017–2025. Anhänge zur HGB-GuV, insbesondere Stiftungsergebnis, Personalaufwand, Sondervermögenskosten.
- KENFO Geschäftsbericht 2019, S. 1. Zwei-Bezugsgrößen-Problem der Rendite 2019 · Grußwort des Kuratoriumsvorsitzenden.
- KENFO FAQ (*kenfo.de*, abgerufen am 7. September 2026, die Seite trägt kein Stand-Datum und wird ohne Versionierung überschrieben). Grobe SAA-Zielquoten und aggregierter Portfolio-Benchmark.
- KENFO Geschäftsbericht 2025, S. 4. Segment-Renditen 2025 mit expliziter USD-Schwäche-Erklärung für Illiquide-Segment.
- Presse-Berichte (*WiWo*, *e-fundresearch* 16.07.2026, *private-banking-magazin*), nicht kanontauglich, nur Kontrast-Hinweis.

Cluster-Vergleich Norwegen und KENFO

Kernaussage: Der norwegische Government Pension Fund Global (GPF) und der KENFO gehören strukturell demselben Cluster „Staatliche Zweck-Fonds“ an. Sechs Achsen (*Mandat, Auszahlungsprofil, Zeithorizont, Governance-Bauart, ESG-Logik, Renditeprofil*) strukturieren den systematischen Vergleich und zeigen, warum ein Portfolio-Vergleich Position gegen Position ohne diese System-Ebene die strukturellen Unterschiede der beiden Fonds nicht erfasst.

7.1 · Cluster-Zugehörigkeit trotz struktureller Größen- und Zweck-Unterschiede

Der GPFG verwaltet per 31. Dezember 2025 NOK 21.268 Mrd. (*NBIM Annual Report 2025*), zum Stichtagskurs von rund 11,82 NOK/EUR etwa 1,8 Billionen EUR. Der KENFO verwaltet zum selben Stichtag 25,58 Mrd. EUR. Der Größenunterschied liegt damit bei Faktor rund 70. Nach dem Studienstichtag haben beide Fonds Halbjahreszahlen per 30. Juni 2026 vorgelegt: der GPFG NOK 22.683 Mrd., zum selben Kurs also etwa 1,9 Billionen EUR (*NBIM, The Fund's Value*), der KENFO rund 27,5 Mrd. EUR, ein in dieser Studie abgeleiteter Wert (*die Pressemitteilung vom 15. Juli 2026 nennt 7,9 % Wertentwicklung und rund 28 Mrd. EUR Anlagevermögen zum Erscheinungstag, aber keinen Marktwert zum Stichtag*). Das Größenverhältnis bleibt damit auch zum Halbjahresstand bei rund Faktor 70. Der GPFG stützt den norwegischen Staatshaushalt über Generationen hinweg; der KENFO finanziert die Entsorgung radioaktiver Abfälle aus der bereits stillgelegten deutschen Kernenergie-Nutzung. Die beiden Zwecke unterscheiden sich damit grundlegend; die folgenden Achsen zeigen, worin.

Beide Fonds gehören trotz dieser Unterschiede strukturell demselben Studien-Cluster „Staatliche Zweck-Fonds“ an. Beide sind Stiftungen oder stiftungsähnliche Konstruktionen, die aus einer einmaligen oder wiederkehrenden staatlichen Kapitalzuführung entstehen und einen gesetzlich definierten Zweck erfüllen. Beide werden extern verwaltet und staatlich beaufsichtigt, ohne um Anleger konkurrieren zu müssen; Rechenschaft schulden sie allein der Politik. Und beide müssen über Jahrzehnte real Rendite erwirtschaften, damit der nominal fixe Grundbetrag seinen Wert behält.

Die Unterschiede zwischen den beiden Fonds lassen sich entlang von sechs Achsen ordnen.

7.2 · Achse 1 · Mandat

Das GPFG-Mandat ist die Generationenvorsorge nach dem Ende des Öl- und Gaszeitalters in Norwegen. Der Fonds nimmt die staatlichen Einnahmen aus Erdöl- und Erdgasförderung auf, investiert sie global und schüttet nach der Handlungsregel jährlich einen Anteil an den norwegischen Staatshaushalt aus. Das Mandat ist auf Dauer angelegt und rechnet in Generationen.

Das KENFO-Mandat ist die Finanzierung der Entsorgungskosten nach § 2 EntsorgFondsG. Die Aufgabe ist inhaltlich klar begrenzt, zeitlich aber offen: Sie endet mit dem Abschluss der Endlagerung. Die Fachwelt rechnet mit einem Abschluss in der zweiten Hälfte des 21. Jahrhunderts; ein verbindliches Datum ist nicht festgelegt. Der KENFO ist damit weder auf Dauer angelegt wie der GPFG noch auf einen festen Auflösungstermin hin.

7.3 · Achse 2 · Auszahlungsprofil

Der GPFG folgt einer **Handlungsregel** (*handlingsregel, norwegische Fiskalregel*), nach der jährlich rund 3 % des Fondsvermögens an den norwegischen Staatshaushalt fließen, orientiert an der realen Renditeerwartung des Fonds. Die Auszahlung ist formelbasiert, planbar und in ihrer Höhe unabhängig vom aktuellen Ausgabenbedarf des Staates. Der norwegische Staatshaushalt richtet seine Budgets an der Formel-Ausschüttung aus.

Der KENFO folgt weder einer Handlungsregel noch einer Spending Rule. Der Bund fordert Erstattungen nach tatsächlichen Entsorgungskosten an; der Fonds prüft die Anforderung auf gesetzliche Konformität und zahlt. Die Auszahlungshöhe ist nicht formelgesteuert planbar. Im Berichtsjahr 2025 flossen 823 Mio. EUR als Ergebnis konkreter BMUKN-Anforderungen; für 2026 prognostiziert der Vorstand 893 Mio. EUR. Diese reaktive Konstruktion bildet den Kern-Unterschied zur GPFG-Handlungsregel und wurde in Kapitel 2 ausführlich behandelt.

Auch das Restrisiko liegt in beiden Modellen unterschiedlich. Der GPFG trägt als dauerhaft angelegter Fonds das Portfolio-Risiko selbst und begrenzt die Staatsentnahme über die Handlungsregel; eine externe Nachhaftung ist rechtlich nicht angelegt. In den KENFO fließt im Gegenzug kein Nachschuss: § 7 Abs. 3 Satz 2 EntsorgFondsG beendete die Betreiber-Nachschusspflicht endgültig; § 8 Abs. 3 schließt Bundeszuschüsse in den Fonds aus; § 14 regelt die Auflösung bei Verbrauch der Mittel. Reicht das Fondsvermögen zur Deckung der Entsorgungskosten in Zukunft nicht mehr aus, trägt der Bundeshaushalt die zusätzlichen Kosten direkt aus dem allgemeinen Steueraufkommen. Die Konsequenz: Der GPFG absorbiert Portfolio-Volatilität innerhalb des Fondsvermögens, während der KENFO Deckungslücken an den Bundeshaushalt weiterreicht.

7.4 · Achse 3 · Zeithorizont

Der GPFG folgt einem unbegrenzten Anlagehorizont. Der Fonds ist als Perpetuität konzipiert, die die norwegische Volkswirtschaft über den Post-Öl-Übergang trägt und anschließend als Generationenkapital fortgeführt wird. Aus dieser strukturellen Perpetuität ergibt sich eine SAA-Aktienquote von 70 % (*Ist-Aktienquote per 31.12.2025: 71,3 %, NBIM Annual Report 2025*), die deutlich über den Aktienquoten staatlicher Fonds vergleichbarer Größenordnung liegt.

Der KENFO-Horizont ist zeitlich offen, sachlich aber begrenzt: Der Fonds existiert bis zum Abschluss der Endlagerung. Strategisch wirkt dieser Horizont anders als ein dauerhaft angelegter Fonds. Der KENFO muss jederzeit auszahlungsfähig sein, ohne den Zeitpunkt der letzten Auszahlung planen zu können. Die Zielquote von rund 30 % für illiquide Anlagen ist die schlüssige Antwort darauf: hoch genug für deren Diversifikationsvorteile, niedrig genug für eine jederzeit abrufbare Liquiditätsreserve.

7.5 · Achse 4 · Governance-Bauart

Verwaltet wird der GPFG von **Norges Bank Investment Management (NBIM)**, der Kapitalanlage-Einheit innerhalb der norwegischen Zentralbank. Politisch gesteuert wird er vom norwegischen Finanzministerium und vom **Storting**, dem norwegischen Parlament, das Ethikrichtlinien, Ausschlüsse und strategische Vorgaben beschließt. NBIM setzt um, das Finanzministerium gibt den Auftrag.

Der KENFO folgt der in Kapitel 5 beschriebenen vierstufigen Governance-Kaskade: Rechtsaufsicht durch drei Ministerien (*BMWE, BMF, BMUKN*), Kuratorium mit 18 Mitgliedern in der 21. Legislaturperiode, dreiköpfiger Vorstand und vier Fachgremien (*Anlageausschuss, Investment Risk Committee, Expertenkreis Nachhaltiges Investieren, Prüfungsausschuss*). Diese Struktur ist deutlich stärker politisch besetzt als die norwegische; das Kuratorium tagt grundsätzlich dreimal pro Jahr. Sie ist keine verkleinerte Fassung des NBIM-Modells, sondern eine eigene Bauart für einen kleineren Fonds mit engerem Mandat.

7.6 · Achse 5 · ESG-Logik

Der ESG-Ansatz des GPFG setzt im Kern auf die Rolle als aktiver Eigentümer. NBIM stimmt jährlich in mehreren tausend Hauptversammlungen ab, publiziert die Abstimmungslinien und führt aktive Dialoge mit Portfolio-Unternehmen zu Nachhaltigkeitsfragen. Ergänzend gibt es eine Ausschlussliste, die auf Empfehlungen des Ethikrats beim norwegischen Finanzministerium beruht; das Gewicht liegt aber auf dem Dialog mit den Unternehmen.

Der ESG-Ansatz des KENFO beruht dagegen auf Ausschlüssen. Der Kern-Mechanismus ist die Ausschlussliste aus § 4 Abs. 3 der Anlagerichtlinie in der Ausgestaltung des Kapitels 5. Eine aktive Aktionärsrolle (*beim KENFO „aktives Aktionärstum“*) nennt der KENFO in den FAQ seiner Website zwar als Element des Nachhaltigkeitsansatzes, belegt sie aber nicht: Der Fonds hält die Aktien nicht direkt, sondern über HSBC INKA und die externen Manager; dort liegt damit auch die Stimmrechtsausübung. Veröffentlicht werden weder Abstimmungslinien noch Zahlen zu geführten Dialogen. Die WACI-Reduktion von –62 % gegenüber der Basis 31.12.2019 kommt entsprechend aus Ausschlüssen und Titelauswahl, nicht aus dem Dialog mit Unternehmen.

Der Unterschied zum GPFG liegt damit weniger im Anspruch als in der Nachprüfbarkeit. Beide Fonds nennen Stimmrechtsausübung als Bestandteil ihrer Nachhaltigkeitspolitik. Beim GPFG ist sie mit veröffentlichten Abstimmungslinien, Positionspapieren und einer jährlichen Zahl wahrgenommener Hauptversammlungen belegt, beim KENFO nicht.

Beide Ansätze passen zur jeweiligen Fondsgröße. Ein 25-Mrd.-EUR-Fonds mit dreiköpfigem Vorstand und einer Kapitalanlage über externe Manager kann kein eigenständiges Engagement-Programm in mehreren tausend Portfolio-Unternehmen betreiben. Ein 1,8-Bio.-EUR-Fonds würde mit rein ausschlussbasiertem Vorgehen dagegen sein eigenes Anlageuniversum zu stark verengen.

7.7 · Achse 6 · Renditeprofil

Der GPFG hat ein ausdrückliches Renditeziel: langfristig rund 3 % pro Jahr nach Inflation. An dieser Realrendite orientiert sich auch die Handlungsregel für die Auszahlungen. NBIM weist nominale und reale Renditen getrennt aus und nennt die Kostenquote in Basispunkten: rund 4 Basispunkte (0,04 %) Managementkosten, in den letzten Berichtsjahren konstant (*NBIM Annual Report 2025*). Dazu liefert NBIM eigene Renditen für die Segmente Aktien, Anleihen und Immobilien.

Der KENFO weist eine nominale Zielrendite von 3,97 % per 31.12.2025 und eine langfristige nominale Renditeerwartung von 5,4 % auf einen 10-Jahres-Horizont aus. Beide Werte sind nicht als reale Renditen klassifiziert. Die Kostenquote wird nur qualitativ als „einstellige Basispunkte“ prognostiziert; die abgeleitete Ist-Kostenquote für das Berichtsjahr 2025 liegt bei rund 26 Basispunkten. Dieser Wert ist eine Untergrenze: Die Zielfonds-Ebene der illiquiden Anlagen erscheint in keiner KENFO-Kostenposition (*Kapitel 6.7*). Die NBIM-Angabe und der KENFO-Wert folgen damit unterschiedlichen Kostenabgrenzungen und lassen sich nicht unmittelbar gegeneinanderstellen. Die Rendite-Berichterstattung klassifiziert Portfolio-Renditen nicht durchgängig als brutto oder netto und veröffentlicht keine Real-Renditen.

Daraus folgt die wichtigste Einschränkung dieses Vergleichs: Die Renditen von GPFG und KENFO lassen sich nicht direkt gegenüberstellen, solange brutto/netto und nominal/real nicht auf eine gemeinsame Basis gebracht sind. NBIM berichtet nach international etablierten Standards, der KENFO nach einer eigenen Praxis im Rahmen von HGB und Sondervermögensrecht.

7.8 · Konsequenzen für die Übertragbarkeitsanalyse in Kapitel 8

Die sechs Achsen zeigen: Beide Fonds gehören zwar demselben Cluster an, sind in ihrer Bauart aber getrennt. Der GPFG unterscheidet sich in Größenordnung, Zweck und Berichtsrahmen so grundlegend vom KENFO, dass die Frage nach einer direkten Übertragung des norwegischen Modells auf den deutschen Fonds nicht weiterführt. Die eigentliche Frage lautet daher umgekehrt: Welche Elemente des KENFO-Modells lassen sich auf andere Zweck-Fonds im DACH-Raum übertragen, und wo liegen die Grenzen? Kapitel 8 arbeitet diese Frage entlang von vier Zielgruppen aus.

An drei Stellen könnte der KENFO seine Berichterstattung erweitern, ohne an der Governance etwas zu ändern: die Kostenquote in Basispunkten, die Rendite-Klassifikation nach brutto/netto und nominal/real sowie vollständige SAA-Zielquoten pro Anlageklasse im Geschäftsbericht. Alle drei Punkte ergeben sich unmittelbar aus dem GPFG-Vergleich; Kapitel 8 formuliert sie als Vorschläge an die deutsche Fondslandschaft.

7.9 · Übergang zur Übertragbarkeitsanalyse

Kapitel 8 prüft die Übertragbarkeit des KENFO-Modells auf vier Zielgruppen: institutionelle Anleger (*Stiftungen, Family Offices, Pensions- und Vorsorgekassen, Zweck-Fonds, Wohlfahrtsfonds*), den System-Transfer nach Österreich, Unternehmer:innen und Privatpersonen. Geprüft wird anhand von sieben Dimensionen der Systemqualität, ergänzt um eine Liste von Prinzipien je Zielgruppe.

QUELLEN

- KENFO Geschäftsberichte 2017–2025. Kernenergie-Entsorgungsfonds, Berlin.
- Obergantschnig, Josef (2026): *Government Pension Fund Global*. Whitepaper A-01 der Reihe „30 Investmentstrategien aus 30+ Jahren“.
- KENFO FAQ (*kenfo.de*, abgerufen am 7. September 2026, die Seite trägt kein Stand-Datum und wird ohne Versionierung überschrieben). Aktives Aktionärstum und Portfolio-Benchmark.
- Norges Bank Investment Management, GPFG Annual Report 2025, Oslo, März 2026.
- NBIM · The Fund's Value (<https://www.nbim.no/en/investments/the-funds-value/>), Halbjahresstand per 30. Juni 2026.
- KENFO Pressemitteilung vom 15. Juli 2026, „KENFO setzt die Serie guter Anlageergebnisse fort“. Wertentwicklung erstes Halbjahr 2026 von 7,9 % · Anlagevermögen rund 28 Mrd. EUR als Angabe zum Erscheinungstag.
- Entsorgungsfondsgesetz (*EntsorgFondsG*) vom 27. Januar 2017.
- Lov om Statens pensjonsfond (*norwegisches Gesetz über den Staatlichen Pensionsfonds*), aktuelle Fassung.

Detailvergleiche Portfolio gegen Portfolio erfolgen im Buchprojekt E-01 (Norwegen und KENFO, 01/2027) und werden hier nicht vorweggenommen.

Übertragbarkeit und Fazit

Kernaussage: Das KENFO-Modell ist für institutionelle Anleger (*Score 4/5*) und den österreichischen System-Transfer (*3/5*) strukturell übertragbar und für Unternehmer:innen (*3/5*) sowie Privatpersonen (*2/5*) als Denk-Analogie nutzbar. Der Gesamtscore der Studie beträgt *3,34 / 5* (*Systemqualität 25/35, Übertragbarkeit 12/20, Gewichtung 60:40*) und ordnet den KENFO als governance-getriebenen Kosten-Deckungsfonds im Qualitätsband „Funktional“ ein. Die drei Berichtsempfehlungen (*Kostenquote in Basispunkten, Rendite-Klassifikation nach brutto/netto und nominal/real, vollständige SAA-Zielquoten pro Anlageklasse im Geschäftsbericht*) bilden den zentralen Beitrag dieser Studie zur KENFO-Berichts-Weiterentwicklung. Sie gewinnen zusätzliches Gewicht, seit die Alterssicherungskommission im Juni 2026 eine zentral verwaltete gesetzliche Kapitalrente empfohlen hat, für die der KENFO als möglicher Träger gehandelt wird.

8.1 · Übertragbarkeitsstruktur des KENFO-Modells

Nach achteinhalb Jahren Betrieb lassen sich zwei Gruppen von Elementen unterscheiden: solche, die sich auf andere institutionelle Vehikel im DACH-Raum übertragen lassen, und solche, die eigens für den KENFO-Auftrag gebaut sind. Die entscheidende Trennlinie verläuft entlang des Mandatstyps und der Zielgruppen-Zuordnung; Rechtsform und Fondsgröße spielen für die Übertragbarkeit eine sekundäre Rolle.

Übertragbar sind die operativen Grundprinzipien: eine gesetzliche Mandatsfixierung, die den Zweck des Fonds unmissverständlich definiert; eine HGB-basierte Rechnungslegung, die den etablierten deutschen Rechnungsrahmen ohne eigene Ausweisungsarchitektur nutzt; eine dreiköpfige Vorstandsstruktur mit klarer CIO-, COO- und CFO/CRO-Trennung; und eine Master-Fonds-Architektur, die eine schrittweise Skalierung ohne wesentlichen Personal-Ausbau ermöglicht. Diese vier Elemente sind die übertragbaren Grundprinzipien für Zweck-Fonds im DACH-Raum.

Der Kern-Zweck des KENFO ist strukturell nicht übertragbar. Ein Fonds ohne Erstattungs-auf-Anforderung-Struktur, ohne Kreditverbot und ohne gesetzlich definiertes Auszahlungsmandat funktioniert strategisch anders: Die 30-prozentige Illiquide-Investment-Zielquote lässt sich nicht mit derselben Argumentation begründen, die Kuratoriumskadenz von drei Sitzungen pro Jahr lässt sich nicht mit einer vergleichbaren politischen Struktur besetzen, und die durch § 2 EntsorgFondsG strukturell beantworteten Fragen erfordern in anderen Konstellationen eigene Antworten.

Ebenfalls nicht übertragbar ist das KENFO-spezifische Nachhaftungsregime. § 7 Abs. 3 Satz 2 EntsorgFondsG beendete die Betreiber-Nachschusspflicht mit der vollständigen Zahlung des Risikoaufschlags am 3. Juli 2017; § 8 Abs. 3 schließt Bundeszuschüsse in den Fonds und die Kreditaufnahme aus; § 14 regelt die Auflösung bei Verbrauch der Mittel mit Anfall des Restvermögens an den Bund. Deckungslücken trägt strukturell der Bundeshaushalt direkt aus dem allgemeinen Steueraufkommen. Diese Konstellation ist mit der KfK-Vorgeschichte 2016 und dem Entsorgungsübergangsgesetz vom 27. Januar 2017 verknüpft und lässt sich nur begrenzt auf andere Zweck-Fonds übertragen.

8.2 · Vier Zielgruppen der Übertragbarkeit

Für die Übertragbarkeitsanalyse werden vier Zielgruppen unterschieden. Die Systematik ist konsistent mit der ersten Studie der Publikationsreihe (*A-01 GPFG Norwegen Übertragbarkeit*) und wird in allen A-Linien-Fondsstudien konsequent angewandt. Die Bewertung erfolgt auf einer Skala von 0 bis 5 Punkten je Zielgruppe.

Gruppe	Score	Kurzbegründung	Abzug	→ Kapitel
Unternehmer:innen	3/5	Zieldefinition vor diskretionärer Auszahlung als Prinzip unternehmerischer Vermögensverwaltung; Kosten-Deckungsdenken als Kalkulationsrahmen für Nachfolge- und Verpflichtungskapital; Governance-Trennung strategisch/operativ als Analogie für	-2: KENFO-Skalen-Größe und 30-Prozent-Illiquide-Investment-Zielquote strukturell nicht 1:1 auf mittelständische Vermögensgrößenordnung übertragbar; Erstattungskonstruktion setzt gesetzliches Mandat voraus, das im unternehmerischen Kontext	K02 · K05

Gruppe	Score	Kurzbegründung	Abzug	→ Kapitel
		Eigentümer/Geschäftsführung; Ausschlussystematik in Anlagerichtlinie als persönliche Ausschlussliste anwendbar	fehlt; hinzu kommt der Unterschied in der Risikotragfähigkeit: Reicht das KENFO-Vermögen nicht, trägt der Bundeshaushalt die Differenz (§ 14 <i>EntsorgFondsG</i> , siehe Kapitel 2.5), während unternehmerisches Verpflichtungskapital ohne dieses Auffangnetz auskommt. Die Analogie trägt bis zur Kalkulation und endet bei der Haftung	
Privatpersonen	2/5	Deckungskalkulation als Denkweise für persönliche Verpflichtungen (<i>Rente, Bildung, Notgroschen</i>); Nachhaltigkeits-Ausschlüsse als persönliches Auswahl-Prinzip; Cash-Drag-Vermeidung als Erinnerung gegen zu hohe Barreserven	–3: KENFO-Governance-Kaskade, Master-Fonds-Architektur und 30-Prozent-Illiquide-Ziel für Privatpersonen strukturell nicht anwendbar; Norwegen-A-01 und Yale-Modelle liegen näher am tatsächlichen Bedarf	K02 · K04
Institutionelle (inkl. <i>Stiftungen, Family Offices, Pensions- und Vorsorgekassen, Zweck-Fonds, Wohlfahrtsfonds</i>)	4/5	HGB-Rechnungslegung als deutscher Standard-Rahmen; dreiköpfige Vorstandsstruktur mit CIO-COO-CFO-Trennung; Master-Fonds-Architektur mit externem KVG-Partner als Skalierungsmodell; Ausschlussliste in Anlagerichtlinie als Governance-Output; Governance-vor-Rendite-Logik als Steuerungsrahmen; die drei Berichtsempfehlungen dieser Studie für alle institutionellen Adressaten relevant	–1: Erstattungskonstruktion und Kreditverbot nur für Zweck-Fonds mit fixer Auszahlungsverpflichtung analog anwendbar (<i>Aktienrente Deutschland, Generationenkapital, Trans-Alaska-Restfonds</i>); für offene Vorsorgevehikel mit langfristig kalkulierbaren Auszahlungen strukturell nicht anwendbar	K03 · K04 · K05
System-Transfer Österreich	3/5	KENFO-Governance-Modell als Präzedenzfall für gesetzlich fixierte Zweck-Fonds in österreichischer Vorsorge-Architektur (<i>Klimaanpassungsfonds, Pensionsnachhaltigkeits-Fonds, Aktienrente-Kapitalstock im Diskurs</i>); Master-Fonds-Architektur bei HSBC INKA als Präzedenzfall für österreichische KAG-Auswahl; Kuratoriumskadenz von drei Sitzungen pro Jahr als politischer Governance-Rhythmus; NZAOA-Beitritt und WACI-Reduktion als Klimaziel-Umsetzungsmodell	–2: KFK-Vorgeschichte 2016 und Entsorgungsübergangsgesetz haben keine österreichische Entsprechung; Kernenergie-Ausstieg als politischer Auslöser nicht replizierbar; österreichische Rechnungslegungs-Rahmenbedingungen weichen von HGB ab	K02 · K05 · A-30

Tabelle 13 KENFO-Übertragbarkeits-Bewertung nach vier Zielgruppen · Bewertungsskala 0 bis 5 Punkte je Zielgruppe · Summe = Ebene-2-Score 12/20. Bewertungssystematik: Kapitel 8.2 dieser Studie.

Ebene-2-Score: 12/20 · 3,0/5



Abbildung 11 Zweiteilige Übertragbarkeitsmatrix · linke Spalte KENFO-Systemqualität nach sieben Dimensionen · rechte Spalte Übertragbarkeit des KENFO-Modells auf vier Zielgruppen (*Unternehmer:innen, Privatpersonen, Institutionelle, System-Transfer Österreich*). Beide Spalten mit Punkt-Bewertung 0 bis 5. Kurz-Erklärungen der Dimensionen (linke Spalte): **Mandatsklarheit** (*Grad der gesetzlichen Zweck-Fixierung*) · **Governance-Qualität** (*Struktur der Aufsichts- und Kontrollorgane*) · **Investment-Prozessreife** (*Alter und Institutionalisierung der Investment-Abläufe*) · **Kosten-Effizienz** (*ausgewiesene und ableitbare Kosten in Basispunkten auf das verwaltete Vermögen, ohne die Zielfonds-Ebene der illiquiden Anlagen*) · **Transparenz** (*Vollständigkeit und Konsistenz der Berichterstattung*) · **ESG-Integration** (*Umfang und Verankerung von Nachhaltigkeitskriterien*) · **Resilienz** (*Puffer gegen Marktschocks, Kreditverbot, Eigenmittelquote*). Bewertungssystematik: Kapitel 8.2 und 8.3 dieser Studie.

Die Bewertung zeigt den zentralen Befund: Institutionelle Anleger und der System-Transfer nach Österreich sind die Zielgruppen mit dem höchsten strukturellen Transfer-Wert des KENFO-Modells. Unternehmer:innen und Privatpersonen finden Prinzipien-Analogien, während die operative Umsetzung durch Skalen- und Governance-Anforderungen strukturell begrenzt bleibt. Die geringste Übertragbarkeit betrifft die Privatpersonen-Zielgruppe; für diese Zielgruppe bildet das norwegische GPFG-Modell (*A-01, Sparplan-Automatismus, ETF-Umsetzung ohne Mindestkapital*) zusammen mit einfachen Aktien-Anleihen-Mischungen den näher liegenden Referenz-Rahmen.

8.3 · Sieben Systemqualitäts-Dimensionen · KENFO-Bewertung

Zur strukturierten Übertragbarkeitsanalyse werden sieben Dimensionen genutzt. Sie werden mit dieser Studie erstmals angewandt und gelten ab hier als Standard der Reihe „30 Investmentstrategien aus 30+ Jahren“; die beiden vorangegangenen Studien folgen noch einem anderen Dimensionen-Set. Für den KENFO ergibt sich folgende Bewertung:

Dimension	Score	KENFO-Ausprägung	Beleg in dieser Studie
① Mandatsklarheit	5/5	Zweck und Erstattungskonstruktion in § 2 EntsorgFondsG in einem Satz fixiert · seit Gründung unverändert	Kapitel 2.2 und 2.3 EntsorgFondsG
② Governance-Qualität	4/5	vierstufige Kaskade · Kuratoriumsbesetzung öffentlich · Zusammensetzung des Anlageausschusses nicht ausgewiesen	Kapitel 5.1 bis 5.4
③ Investment-Prozessreife	3/5	SAA-Turnus drei Jahre · dritte Überprüfung 2024 · kein veröffentlichtes Risikobudget	Kapitel 4.4 und 4.6
④ Kosten-Effizienz	3/5	abgeleitet rund 26 Basispunkte, jedoch ohne die Zielfonds-Ebene der illiquiden Anlagen und damit eine Untergrenze; der fehlende Ausweis schlägt auf die Transparenz durch	Kapitel 6.7
⑤ Transparenz	2/5	HGB-Basics vorhanden · weder Kostenquote noch Rendite-Klassifikation noch Zielquoten im Berichtswerk	Kapitel 6.9
⑥ ESG-Integration	4/5	Ausschlussliste · quantifizierte WACI-Ziele mit Fortschrittsausweis · NZAOA und PCAF · kein belegtes Engagement	Kapitel 5.6 und 5.7
⑦ Resilienz	4/5	Eigenmittelquote 290 % · Kreditverbot · Kursrückgang 2022 ohne Veräußerung von Bestandspositionen aus Liquiditätsgründen nach den Berichtsangaben · voller Zyklus als durchinvestierter Fonds steht aus	Kapitel 6.8 Abs. 3 EntsorgFondsG
Σ	25/35	entspricht 3,57 / 5	

Tabelle 14 Sieben Systemqualitäts-Dimensionen des KENFO · Punkt-Bewertung 0 bis 5 je Dimension nach den Ankerpunkten des Reihen-Standards · Ebene-1-Score Systemqualität 25/35. **Datenlage: vollständig** · die Bewertung stützt sich auf neun geprüfte Geschäftsberichte 2017 bis 2025 samt Corporate-Governance- und Nachhaltigkeitsberichten. Bewertungssystematik: Kapitel 8.3 dieser Studie.

Die Mandatsklarheit erreicht die höchste Bewertung, weil § 2 EntsorgFondsG den Zweck des Fonds und die Erstattungskonstruktion in einem einzigen Satz festlegt. Die Transparenz erreicht die niedrigste Bewertung, weil elf dokumentierte Berichtslücken die externe Beurteilbarkeit systematisch einschränken. Bei der Kosten-Effizienz bewertet die Studie das Kostenniveau, nicht den Ausweis; dass der KENFO die Quote nicht selbst nennt, ist ein Transparenz-Befund und wird dort erfasst. Die Bewertung bleibt dennoch unter der Bestnote, weil die abgeleiteten 26 Basispunkte die Zielfonds-Ebene der illiquiden Anlagen nicht enthalten (Kapitel 6.7). Für einen Multi-Manager-Fonds mit wachsendem Illiquide-Anteil wäre das Niveau gut, wenn es das Gesamtniveau wäre. Eine Untergrenze trägt keine Bestbewertung.

Woran diese Note gemessen ist. Nicht am Berichtswesen eines Publikumsfonds. Der KENFO vertreibt keine Finanzprodukte, er ist kein Adressat der SFDR, und eine Gesamtkostenquote nach OGAW-Systematik schuldet er niemandem. Der Maßstab ist der norwegische Government Pension Fund Global: ebenfalls ein staatlicher Fonds ohne Produktvertrieb, ebenfalls außerhalb des OGAW-Rahmens, und er weist Kostenquote, reale Rendite und Einzelpositionen aus. Hinzu kommt, dass ein Teil der elf Lücken Angaben betrifft, die der KENFO selbst einmal gemacht und später eingestellt hat, so die Ultimate Forward Rate, oder die er außerhalb des testierten Berichtswerks macht, so die Zielquoten und den Gesamtbenchmark in

der Website-FAQ. Gemessen wird also nicht die Einhaltung fremder Produktnormen, sondern die Nachprüfbarkeit der eigenen Aussagen.

Eine der elf Lücken ist dabei schwächer als die übrigen zehn, und das gehört gesagt. Die fehlende SFDR-Klassifikation ist keine unterlassene Pflichtangabe, sondern eine nicht vorgenommene freiwillige Einordnung; die Verordnung gilt für den KENFO nicht (*siehe Kapitel 5.6 und 6.9*). Sie bleibt in der Liste, weil sie für einen Vergleich mit ESG-berichtenden Institutionen fehlt, sie trägt die Transparenz-Note aber nicht. Die Note von 2 von 5 ruht auf den drei zentralen Lücken: Kostenquote, Rendite-Klassifikation und SAA-Zielquoten im Berichtswerk.

Ebene-1-Score Systemqualität: 25 / 35 · 3,57 / 5

8.4 · Gesamtscore und Cluster-Einordnung

Ebene	Score	Gewicht	Beitrag
Ebene 1 · Systemqualität	3,57 / 5	60 %	2,14
Ebene 2 · Übertragbarkeit	3,00 / 5	40 %	1,20
Gesamtscore			3,34 / 5

Tabelle 15 Gesamtscore aus beiden Bewertungsebenen · Gewichtung 60 zu 40. Bewertungssystematik: Kapitel 8.2 und 8.3 dieser Studie.

Die Qualitätsbänder des Reihen-Standards sind wie folgt abgegrenzt: 4,50 bis 5,00 Referenz-Standard · 4,00 bis 4,49 Stark · 3,50 bis 3,99 Solide · 3,00 bis 3,49 Funktional · unter 3,00 strukturell schwach.

Einordnung: Governance-getriebener Kosten-Deckungsfonds im Band **Funktional** (3,00 bis 3,49).

Die Einordnung reagiert empfindlich auf einzelne Notenvergaben: Ein Punkt mehr in einer der sieben Dimensionen hebt den Gesamtscore auf 3,43; erst zwei Punkte führen mit 3,51 in das Band **Solide**. Der Abstand zur Bandgrenze beträgt 0,16 Punkte. Wer die Einordnung liest, sollte die Bewertungstabelle in 8.3 mitlesen.

Die Position spiegelt den Studien-Befund. Der KENFO trägt seine Bewertung im Wesentlichen über Mandat und Resilienz, also über die Konstruktion. Was ihn zurückhält, sind die Berichtsebene und die noch junge Investment-Organisation, nicht das Portfolio. Er ist ein funktionaler Zweck-Fonds eigener Bauart neben den Modell-Kategorien Endowment und Staatsfonds und bildet kein weltweit führendes Referenz-Modell.

Die Gewichtungslogik folgt zwei Prioritäten: Die Systemqualität trägt 60 %, weil die primäre Bewertungsfrage die Modell-Exzellenz betrifft; die Übertragbarkeit trägt 40 % als anwendungs-orientierte Dimension.

8.5 · Zielgruppen-spezifische Prinzipien-Listen

Für jede der vier Zielgruppen ergibt sich eine Kern-Liste an übertragbaren Prinzipien aus dem KENFO-Modell.

Für Unternehmer:innen (*Analogien für unternehmerische Vermögensverwaltung*):

- Zieldefinition vor Portfolio-Bau (*Nachfolge- oder Rücklagen-Kapital erfordert klaren Zweck*).
- Governance-Trennung strategisch/operativ (*Kuratorium/Vorstand-Analogie zu Eigentümer/Geschäftsführung*).
- Ausschlusslogik in Anlagerichtlinie als persönliche Ausschlussliste.

Für Privatpersonen (*Denkweise-Muster für persönliche Vermögensplanung*):

- Zieldefinition und Deckungskalkulation für persönliche Verpflichtungen (*Rente, Bildung, Notgroschen mit Barwert-Denken*).
- Nachhaltigkeits-Ausschlüsse als persönliches Auswahl-Prinzip.
- Für die operative Umsetzung bildet Norwegen A-01 (*GPFG-Sparplan-Modell mit ETF-Umsetzung*) die näher liegende Blaupause.

Für institutionelle Anleger (direkte Modell-Übertragbarkeit, inkl. Stiftungen, Family Offices, Pensions- und Vorsorgekassen, Zweck-Fonds, Wohlfahrtsfonds):

- Gesetzliche Mandatsfixierung und HGB-Rechnungslegung als Rahmen
- Dreiköpfige Vorstandsstruktur mit CIO-COO-CFO-Trennung und Master-Fonds-Architektur mit externem KVG-Partner
- Ausschlussliste in Anlagerichtlinie und Governance-vor-Rendite-Logik als Steuerungsrahmen
- Die drei Berichtsempfehlungen: Kostenquote in Basispunkten · Rendite-Klassifikation nach brutto/netto und nominal/real · vollständige SAA-Zielquoten pro Anlageklasse im Geschäftsbericht

Für System-Transfer Österreich (*politisch-institutioneller Makro-Rahmen*):

- KENFO als Präzedenzfall für gesetzlich fixierte Zweck-Fonds (*Anwendungskandidaten im österreichischen Diskurs: Klimaanpassungsfonds, Pensionsnachhaltigkeits-Fonds, Aktienrente-Kapitalstock nach deutschem Vorbild*).
- Konkretester Anlass im laufenden Diskurs: Bundeskanzler Christian Stocker hat am 28. August 2026 einen Pensionsfonds aus den Gewinnen staatlicher Unternehmen ins Gespräch gebracht, rund die Hälfte dieser Gewinne, nach seiner Angabe rund 700 Mio. EUR jährlich, Vorbild Skandinavien (*Interviews mit Krone, oe24 und Heute vom 28. August 2026, über die APA verbreitet und von ORF, Salzburger Nachrichten und NÖN am 28. und 29. August aufgegriffen; ein Regierungsvorhaben, ein Ministerratsvortrag oder ein Gesetzesentwurf liegt bislang nicht vor*). Der KENFO zeigt, wie ein solcher Fonds rechtlich verankert und gegen Zugriff gesichert würde.
- Master-Fonds-Architektur bei HSBC INKA und Kuratoriumskadenz von drei Sitzungen pro Jahr als Governance-Präzedenzfall.
- Nicht übertragbar: KFK-Vorgeschichte und Entsorgungsübergangsgesetz-Auslöser · für den DACH-Vorsorge-Vergleich siehe die geplante Studie A-30 DACH-Vorsorgemodelle dieser Reihe.

8.6 · Anschlussfrage · der KENFO als Träger der gesetzlichen Kapitalrente

Am 23. Juni 2026 hat die Alterssicherungskommission der Bundesregierung 33 Empfehlungen zur Reform der Alterssicherung an Bundeskanzler und Arbeitsministerin übergeben. Empfehlung 28 sieht vor, die umlagefinanzierte Rentenversicherung um eine obligatorische kapitalgedeckte Komponente zu ergänzen.

Für alle Beitragszahlenden sollen individuelle Kapitalkonten eingerichtet werden, finanziert über einen zusätzlichen, paritätisch getragenen Beitragssatz von 2 %, eingeführt in jährlichen Schritten von 0,5 Prozentpunkten für alle Altersgruppen, nach dem Wortlaut der Empfehlung „idealerweise beginnend ab 2028“. Verwaltung und Anlage sollen zentral erfolgen, nach dem Vorbild der schwedischen Prämienrente. Als Kostenziel nennt die Kommission „maximal zehn Basispunkte des Kapitalstocks“, ausdrücklich als „effektive Kosten von maximal 0,1 Prozent pro Jahr“.

Einen Träger legt die Kommission nicht fest, aber sie nennt den KENFO. Für die Kapitalanlage soll nach Empfehlung 28 „ein öffentlicher, international wettbewerbsfähiger Fonds (wie z. B. der Fonds zur Finanzierung der kerntechnischen Entsorgung – KENFO) etabliert werden“. Die Klammer beschreibt einen Typ und beauftragt niemanden; der KENFO ist gleichwohl die einzige Institution, die der Bericht an dieser Stelle beim Namen nennt. Wer nicht in den öffentlichen Fonds einzahlen will, soll nach demselben Absatz aus einer begrenzten Zahl zertifizierter Fonds anderer Anbieter wählen können, die denselben Kriterien unterliegen. Die folgenden Überlegungen betreffen damit eine Option, die im Bericht selbst angelegt ist.

Für diese Studie ist das der relevanteste Anschlusspunkt, und zwar aus drei Gründen.

Erstens dreht sich die Übertragbarkeitsfrage um. Die Analyse in 8.1 prüft, welche Elemente des KENFO-Modells auf andere Zweck-Fonds übertragbar sind. Die Kapitalrente stellt die umgekehrte Frage: ob der KENFO selbst ein zweites, strukturell anderes Mandat tragen könnte. Sein heutiges Mandat kennt einen einzigen Auftraggeber mit unregelmäßigen Erstattungsanforderungen; die Kapitalrente wären Millionen individueller Kapitalkonten. Entscheidend ist die Arbeitsteilung, die der Entwurf vorsieht. Der Beitragseinzug läuft nach Empfehlung 28 über das vorhandene Verfahren der Arbeitgeber, und die Kunden- und Kontenverwaltung liegt nach dem Faktenpapier des Bundesarbeitsministeriums bei der Deutschen Rentenversicherung. **Was einem Anlage-Träger bliebe, ist die Kapitalanlage, und das ist das Geschäft des KENFO.** Die Governance-Bauart aus Kapitel 5 und die Master-Fonds-Architektur aus Kapitel 3 tragen diesen Teil. Die offene Frage ist damit nicht die Kontenverwaltung, sondern die Größenordnung: ein Anlagevolumen, das über die Jahre ein Mehrfaches des heutigen Stiftungsvermögens erreichen würde.

Zweitens liefert das Kostenziel einen Maßstab. 0,1 % sind 10 Basispunkte. Die für 2025 abgeleitete KENFO-Kostenquote liegt bei 25,9 Basispunkten (*Kapitel 6.7*), und sie ist eine Untergrenze, weil die Zielfonds-Ebene der illiquiden Anlagen in keiner Kostenposition erscheint. Der tatsächliche Abstand zum Kostenziel der Kommission ist damit größer, als der Zahlenvergleich zeigt. Der Vergleich ist nicht unmittelbar: In dieser Quote stecken die Manager-Vergütungen eines wachsenden Illiquide-Portfolios, während ein Vehikel für die Kapitalrente überwiegend liquide und indexnah anlegen dürfte. Genau darin liegt der Erkenntniswert. Die 10-Basispunkte-Vorgabe setzt eine andere Anlagestrategie voraus als die, die der KENFO heute verfolgt. Und diese Zahl ist ohne die Ableitung in Kapitel 6.7 überhaupt nicht verfügbar, weil der Fonds seine Kostenquote nicht ausweist. Eine öffentliche Debatte über den Träger eines Mandats dieser Größenordnung, in der ein Kandidat ohne publizierte Kostenquote gehandelt wird, ist die praktische Konsequenz genau jener Berichtslücke, die diese Studie beschreibt.

Drittens fehlt der Vergleichsmaßstab auf beiden Seiten. Die Kommission macht in ihrem Bericht keine Angabe zur erwarteten Rendite der Kapitalrente; die Modellrechnungen in den Abbildungen weisen ihre Parameter nicht aus. Der KENFO weist eine Zielrendite von 3,97 % und eine langfristige Renditeerwartung von 5,4 % aus, beide nominal, aber in keinem Bericht als brutto oder netto klassifiziert (*Kapitel 4.5 und 6.1*). Eine Debatte über die Leistungsfähigkeit eines Trägers, in der weder die Renditeerwartung des Reformvorhabens noch die Klassifikation der Kandidatenrendite offenliegt, lässt sich über Renditen nicht sinnvoll führen. Das ist die zweite Berichtsempfehlung dieser Studie in ihrer politisch greifbarsten Form.

Zwei Anforderungen der Kommission verdienen eine eigene Notiz. Die erste beschreibt die KENFO-Bauart, ohne sie so zu nennen: Um Vertrauen in die Kapitalanlage durch den öffentlichen Anbieter zu schaffen, seien „eine Unabhängigkeit der Anlageentscheidungen von politischer Einflussnahme und die Besetzung eines professionellen Anlageausschusses durch externe Fachleute unabdingbar“. Genau diese Konstruktion beschreibt Kapitel 5, und sie trägt in der Scorecard die Bewertung 4. Was die Kommission für unabdingbar hält, existiert in Deutschland bereits einmal.

Die zweite Anforderung steht dazu in Spannung. Im selben Absatz heißt es, politische Festlegungen zur Anlagepolitik sowie der Ausschluss bestimmter Länder oder Branchen seien zu vermeiden; ausgeschlossen werden sollten nur unethische Investitionen nach sorgfältiger Einzelfallprüfung. Der KENFO arbeitet mit einer Ausschlussliste, deren Systematik Kapitel 5 beschreibt, und sein ESG-Regelwerk geht auf einen Beschluss des Deutschen Bundestages zurück, also auf eine politische Festlegung. **Die Eignungsfrage hängt damit weniger an der Kapitalmarktkompetenz als an der Frage, wie viel politische Vorgabe ein solcher Fonds verträgt.**

Der KENFO war schon einmal als Verwalter eines zweiten Kapitalstocks vorgesehen. Im Juli 2024 baten die Staatssekretäre der rechtsaufsichtsführenden Ministerien die Stiftung um Unterstützung im Gesetzgebungsverfahren zum Generationenkapital. Nach dem Geschäftsbericht 2024 war geplant, „dass der KENFO nach Inkrafttreten des Gesetzes die Mittel der zu errichtenden Stiftung Generationenkapital verwaltet“; der Nachhaltigkeitsbericht desselben Jahres hält fest, dass der KENFO zu dem Vorhaben Stellungnahmen abgegeben hat. Nach dem Ende der Koalition im November 2024 kam das Vorhaben nach erster Lesung im Deutschen Bundestag zum vorläufigen Ende. Für die Anschlussfrage ändert das die Ausgangslage in zwei Punkten. Die Trägerfrage ist keine Konstruktion dieser Studie, sondern lag zwischen Juli und November 2024 als Regierungsentwurf vor. Und sie wiederholt sich: Empfehlung 28 greift im Juni 2026 denselben Gedanken in anderer rechtlicher Form wieder auf.

Die Berichtsseite dieses Vorgangs verdient eine eigene Notiz. Er erscheint in genau einem der neun Geschäftsberichte 2017 bis 2025 und in keinem der neun Corporate-Governance-Berichte; der Geschäftsbericht 2025 erwähnt ihn nicht mehr, auch nicht rückblickend. Zum vorgesehenen Volumen, zum Zeitplan des Mittelzuflusses und zum personellen Mehrbedarf enthält keiner der Berichte eine Angabe, und der Inhalt der abgegebenen Stellungnahmen ist nicht veröffentlicht. Wie der Fonds selbst eine Aufgabe beurteilt hat, die sein Mandat der Größenordnung nach verdoppelt hätte, ist aus dem Berichtswerk nicht zu erfahren.

Zum Verfahrensstand: Ein Gesetzentwurf zur Kapitalrente liegt nicht vor. Das Gesetzgebungsverfahren soll nach der parlamentarischen Sommerpause beginnen, ein Abschluss bis Ende 2026 ist erklärtes Ziel. Ungeklärt sind neben dem Träger auch die Zulassungskriterien für private Alternativfonds und die Behandlung von Erwerbsunterbrechungen im individuellen Kapitalkonto.

8.7 · Fazit · KENFO als Governance-getriebener Kosten-Deckungsfonds

Nach achteinhalb Jahren erfüllt der KENFO seine gesetzliche Aufgabe (*kumulierte Auszahlungen von 5,201 Mrd. EUR seit 2017*) aus einem strukturell konservativen, governance-getriebenen Portfolio (*Marktwert 25,577 Mrd. EUR, Eigenmittelquote 290 %, WACI-Reduktion –62 %*) und bildet einen funktionalen Zweck-Fonds eigener Bauart neben den Modell-Kategorien Endowment und Staatsfonds.

Das strukturelle Handlungsfeld für die kommenden Jahre liegt in der Berichtspräzision; das Portfolio selbst ist strukturell etabliert. Die drei Berichtsempfehlungen dieser Studie (*Kostenquote in Basispunkten, Rendite-Klassifikation nach brutto/netto und nominal/real, vollständige SAA-Zielquoten pro Anlageklasse im Geschäftsbericht*) sind der zentrale Vorschlag dieser Studie zur Weiterentwicklung der KENFO-Berichterstattung. Die dritte Empfehlung ist dabei eine Verlagerungs-, keine Offenlegungsfrage: Die groben Zielquoten stehen bereits auf der KENFO-Website, aber nicht im testierten Berichtswerk und nicht in der Detailtiefe, die einen Ist-Ziel-Abgleich pro Anlageklasse trägt.

Die Fortsetzung dieser Analyse findet im Buch E-01 (*Norwegen und KENFO, geplant 01/2027*) mit einem Detail-Portfoliovergleich statt.

QUELLEN

- KENFO Geschäftsberichte 2017–2025. Kernenergie-Entsorgungsfonds, Berlin. Konsolidierte Zeitreihen und Bestandsaufnahme 2025.
- Entsorgungsfondsgesetz (*EntsorgFondsG*) vom 27. Januar 2017.
- Obergantschnig, Josef (2026): *Government Pension Fund Global*. Whitepaper A-01 der Reihe „30 Investmentstrategien aus 30+ Jahren“.
- KENFO Geschäftsbericht 2024, S. 16. Aufforderung der Staatssekretäre vom 17. Juli 2024, vorgesehene Verwaltung der Mittel der Stiftung Generationenkapital, Ende des Vorhabens nach erster Lesung.
- KENFO Nachhaltigkeitsbericht 2024. Kernenergie-Entsorgungsfonds, Berlin (*Seite 56 von 60, Betrauung des KENFO im Regierungsentwurf zum Generationenkapital, abgegebene Stellungnahmen*).
- Alterssicherungskommission der Bundesregierung: Empfehlungen der Alterssicherungskommission, Berlin, 23. Juni 2026 (*33 Empfehlungen, Empfehlung 28 zur gesetzlichen Kapitalrente auf den Seiten 60 bis 63, Nennung des KENFO auf Seite 61, Kostenziel auf Seite 62*).
- Bundesministerium für Arbeit und Soziales: Faktenpapier „Stabile und gerechte Rente auch in Zukunft“, 23. Juni 2026 (*Kunden- und Kontenverwaltung durch die Deutsche Rentenversicherung*).

Der KENFO ist in seiner Konstruktion stark und in seinen Ergebnissen belastbar, als Berichterstatter ist er schwach. Kurzfristig ändern lassen sich nur Transparenz und Berichterstattung.

DR. JOSEF OBERGANTSCHNIG